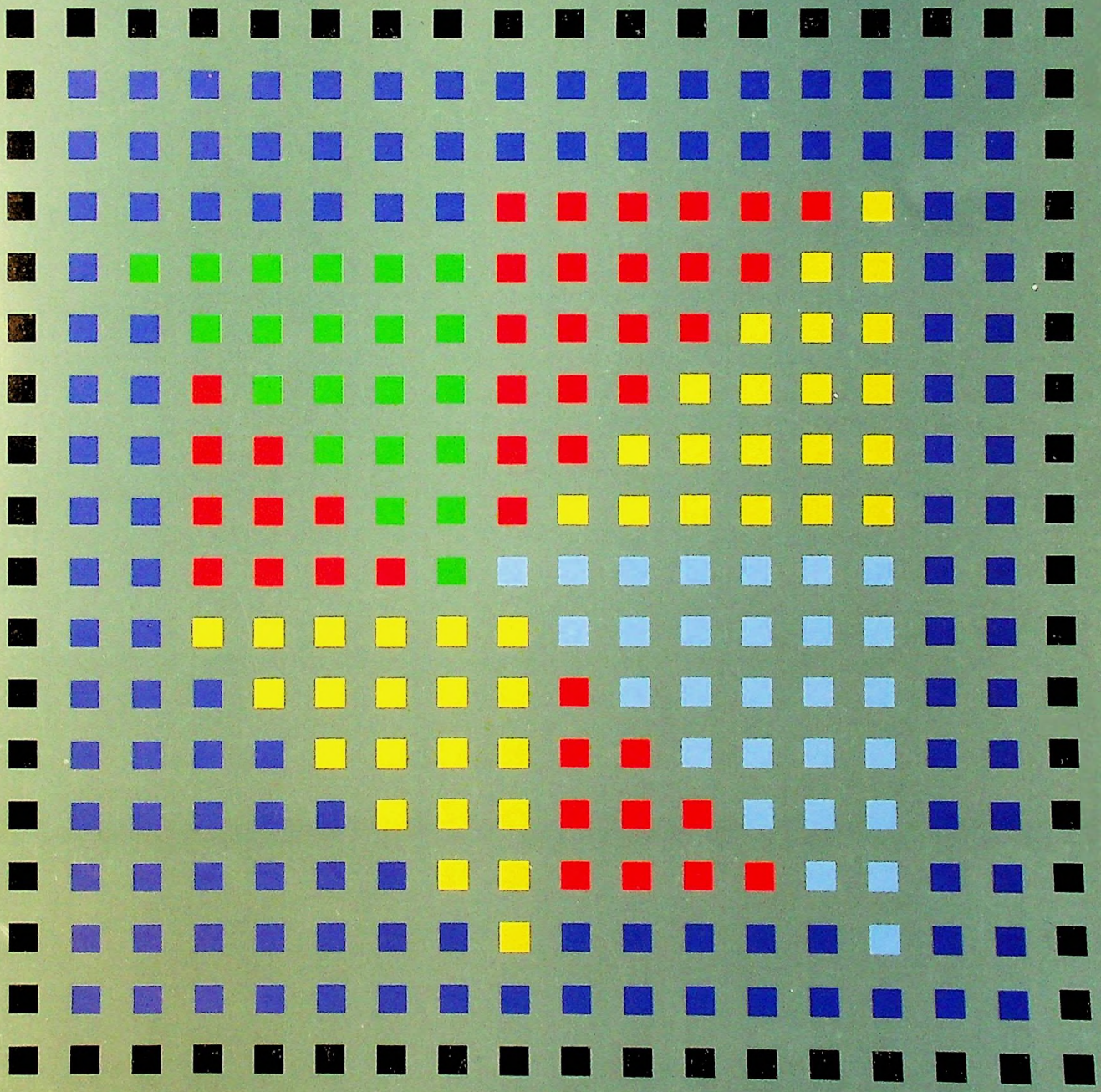
Penger og Kreditt 1990/ 3

NORGES BANK



Penger og Kreditt **Norges Bank**
Nr. 3/september 1990/årg. 18

INNHOLD

Redaksjonen avsluttet:
Del A: 17. september 1990
Del B: 14. september 1990
Tabellvedlegget: 17. september 1990

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

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

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 } 0,0 }	Mindre enn en halv av den brukte enhet

Den økonomiske situasjon

En oljepris opp mot 25-30 USD pr fat vil trolig gi forholdsvis beskjedne utslag i den økonomiske veksten i OECD-landene. Situasjonen i Gulf-området har imidlertid bidratt til økt usikkerhet. Dette reflekteres i betydelig aksjekursfall og økning i de langsiktige rentesatsene. Økt usikkerhet kan bidra til sterkere avdemping av veksten i internasjonal økonomi enn oljeprisøkningen i seg selv skulle tilsi.

Oljeprisøkningen bidrog til en styrking av den norske kronen, og Norges Bank kjøpte i august valuta for netto 6 milliarder kroner. Samtidig er pris- og kostnadsveksten i Norge nå lavere enn hos våre handelspartnere. Pengemarkedsrentene falt derfor i august, og renten på bankenes dagslån i Norges Bank ble redusert med 0,5 prosentpoeng for at den ikke skulle hindre et ytterligere fall i pengemarkedsrentene.

Veksten i norsk økonomi tok seg klart opp i annet kvartal i år. Oppgangen ble drevet av sterk vekst i privat konsum, kraftig økning i varelagrene og utflating av fallet i realinvesteringene for Fastlands-Norge. Privat konsum økte sterkt for annet kvartal på rad, og selv uten ytterligere vekst gjennom resten av året vil veksten fra 1989 til 1990 bli drøye 3 prosent. Dette skyldes ikke økt gjeldsetting i husholdningene, men en vridning i deres etterspørsel bort fra boliginvesteringer og over til økt forbruk. Økningen i varelagrene gjaldt særlig importvarer, og bidrog til en sterkere vekst i tradisjonell vareimport enn ventet. Økte varelagre vil neppe fortsette å bidra så sterkt til veksten i innenlandsk etterspørsel. Realinvesteringene for Fastlands-Norge har derimot trolig nådd bunnpunktet og vil øke i tiden fremover, særlig i konkurranseutsatte sektorer. Industriinvesteringene er ventet å øke med 10-15 prosent fra i år til neste år.

Oppgangen i etterspørsel og produksjon har også slått ut i arbeidsmarkedet. Sysselsettingen viser nå tegn til vekst, og økningen i arbeidsledigheten ser ut til å ha stoppet opp.

Dersom oljeprisene holder seg høye, vil statens inntekter fra petroleumsvirksomheten øke sterkt. Stortinget vedtok imidlertid i vår å opprette et petroleumsfond som nettopp skulle ivareta en slik situasjon. Oljeprisen må riktignok stige ut over dagens nivå for at det skal bli vesentlige avsetninger til fondet. Hovedpoenget med opprettelsen av dette fondet har likevel vært at økte oljeinntekter ikke skal medvirke til en mer ekspansiv finanspolitikk. Det er viktig at en nå ikke faller for fristelsen til kortsiktig å bruke de økte oljeinntektene. I forrige kvartalsoversikt påpekte vi dessuten at finanspolitikken i 1989 og 1990 har vært meget ekspansiv og at et slikt opplegg ikke kan videreføres. På grunn av allerede vedtatte bindinger på utgiftssiden i statsbudsjettet, vil det kreve store anstrengelser og langsiktighet i politikken for å unngå en kontinuerlig svekkelse av balansen i statsbudsjettet. Dersom finanspolitikken nå legges ytterligere om i ekspansiv retning, betyr dette at vi øker vår oljeavhengighet. Oppgangen i norsk økonomi i annet kvartal har dessuten redusert behovet for finanspolitiske stimuleringstiltak.

Svakere vekst internasjonalt ...

I forrige kvartalsoversikt la Norges Bank til grunnen avdempet, men fortsatt klar vekst i internasjonal økonomi i 1990 og 1991. Oljeprisøkningen og den ustabile situasjon i Gulfen øker usikkerheten i økonomiske prognoser. En foreløpig analyse av mulige effekter av oljeprisøkningen gis som Aktuell utdyping til dette kapitlet. Resultatene indikerer at effektene for OECD-landene av en varig oljepris på drøye 25 USD pr fat vil bli relativt begrensede; BNP-veksten for OECD-landene under ett reduseres med 0,1-0,2 prosentpoeng i år og om lag ½ prosentpoeng neste år.

I tillegg til dette, har veksten i USA hittil i år vært ¾ prosentpoeng lavere enn anslått. Veksten i Japan og Vest-Tyskland ser på den annen side ut til å bli enda sterkere enn tidligere antatt. Forutsatt at oljeprisene holder seg i overkant av 25 USD pr fat ut 1991, må vi alt i alt nedjustere anslagene for BNP-veksten for OECD-landene med om lag ½ prosentpoeng i år og ¾ prosentpoeng neste år. Dette gir en vekst på 2½ prosent i 1990 og 2¼ prosent i 1991.

En oljeprisøkning av den størrelse vi til nå har sett, vil således neppe skape tilsvarende internasjonalt økonomisk tilbakeslag som etter oljeprissjokkene i 1973-74 og 1979-80. Fortsetter oljeprisen å øke, er det imidlertid en viss mulighet for at en kan få nær nullvekst i de landene som har svakest vekst i utgangspunktet. Foruten USA og Storbritannia gjelder det våre naboland Sverige og Danmark, og dermed flere av våre viktigste handelspartnere.

Økte oljepriser medfører også sterkere vekst i konsumprisene. Det samlede utslaget blir trolig rundt ¾ prosentpoeng for OECD-landene sett under ett, og det første utslaget vil vi se allerede i indeksene for august. Tolvmånedersraten for gjennomsnittet av OECD-landene vil da etterhvert komme opp i rundt 5¼ prosent. Som gjennomsnitt mellom årene 1990 og 1991 kan prisstigningen bli om lag 5 prosent.

... og større usikkerhet etter oljeprisøkningen

Til tross for at virkningene på BNP-vekst og konsumpriser av økte oljepriser antas å bli moderate, førte uroen i Gulfen til sterke utslag i de finansielle markedene. Aksjekursene falt kraftig i løpet av de tre første ukene av august, og sterkest i land som er avhengig av importert olje. Kursfallet var størst i Japan med 23 prosent og minst i Storbritannia med 11 prosent. På Oslo Børs falt aksjekursene i samme periode rundt 15 prosent, og fallet var sterkest for skipsaksjer som gikk ned med 30 prosent. Etter dette har aksjekursene vist en fastere tendens både internasjonalt og i Norge.

Etter oljeprisoppgangen har også rentene økt internasjonalt. Renteoppgangen har vært størst i Japan både for korte og lange renter. I USA har de korte rentene vist en viss nedgang. Gjennomgående har de lange rentene økt sterkere enn korte, slik at avkastningskurven er blitt brattere.

Finansmarkedenes første reaksjon reflekterte antagelig økt usikkerhet ikke bare om den fremtidige utviklingen i oljeprisen — og dens direkte virkninger — men også om de mulige indirekte effektene av de politiske og militære begivenhetene i Gulfen. Særlig kan faren for økte budsjettunderskudd, spesielt i USA, bidra til høyere langsiktige renter. De offentlige utgiftene i forbindelse med tysk gjenforening ser også ut til å bli høyere enn tidligere anslått. Dessuten ble det ved oljeprissjokkene i 1973-74 og 1979-80 i første omgang slakket opp i pengepolitikken. Også denne gangen kan markedsaktørene nære frykt for at en slik linje blir fulgt, og at dette leder til en sterkere økning i inflasjonen, og i neste omgang gjør det nødvendig med en sterkere innstamming.

Beregningene av hvorledes økte oljepriser påvirker den økonomiske veksten og prisstigningen, tar ikke hensyn til virkninger av økt usikkerhet. Større usikkerhet kan i seg selv bidra til å dempe den økonomiske

veksten for eksempel gjennom lavere investeringer.

Svekket dollar

Svakere utvikling i USAs økonomi og nedgangen i rentedifferansene USD/JPY og USD/DEM, har ført til en betydelig svekkelse av USD i forhold til de andre hovedvalutaene. Overfor JPY har dollaren svekket seg med rundt 9 prosent siden midten av juni, mens den er svekket med om lag 6 prosent overfor DEM. USD er ofte blitt betraktet som en såkalt «safe haven» eller trygg valuta i en mer usikker økonomisk/politisk situasjon. Denne gangen har USD fortsatt å falle også etter at uroen i Gulfen tok til.

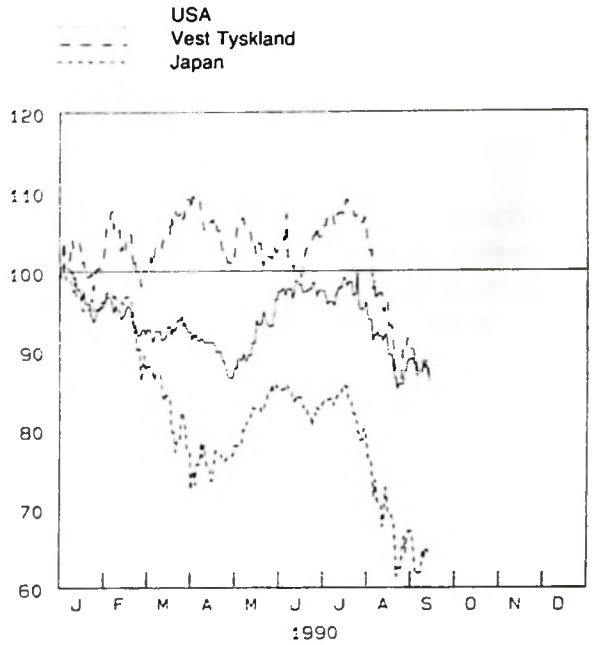
Det er tre viktige forhold som er anderledes i dag enn ved de tidligere oljeprissjokkene. For det første synes USA denne gangen å ha passert toppen i konjunktursykelen, mens Vest-Tyskland og Japan er på konjunkturtoppen. Faren for resesjon er således mindre i Vest-Tyskland og Japan enn i USA. For det andre er den utenriksøkonomiske situasjonen anderledes i og med at USA har et betydelig driftsunderskudd, mens Vest-Tyskland og Japan har store overskudd. Dette var ikke i samme grad situasjonen ved de tidligere oljeprissjokkene. Utenriksøkonomien gir derfor USA mindre handlefrihet enn Vest-Tyskland og Japan til å tåle høye oljepriser. For det tredje er finansmarkedene i Vest-Tyskland og Japan nå mer utviklet enn tidligere, slik at disse valutaene lettere kan brukes til plasseringsformål.

Sterkere krone etter oljeprisøkningen

I de to månedene før oljeprisøkningen var forskjellen mellom tremånedersrenten i Norge og i kurvlandene (rentedifferansen) stort sett mellom et halvt og ett prosentpoeng. Norges Bank både kjøpte og solgte valuta. Etter at oljeprisene begynte å øke, har den norske kronen styrket seg, og fra

Figur 1.1 Aksjekurser i hovedlandene.

A. Aksjekurser. 2. januar 1990=100



B. Renter på 10 års statsobligasjoner

Oljeprisøkningen fra midten av juli og Gulf-krisen fra 4. august har bidratt til kraftig fall i aksjekursene i alle hovedlandene. Samtidig har rentene steget. Utslagene har vært sterkest i Japan og minst i Vest-Tyskland.

Kilde: Financial Times og OECD.

slutten av juli og fram til 27. august kjøpte Norges Bank valuta for 8 milliarder kroner. Rentedifferansen både for tre måneders og fem års plasseringer ble i denne perioden redusert med knapt et halvt prosentpoeng som følge av renteoppgang i kurvlandene, mens de norske rentene med løpetid på tre måneder og over stort sett holdt seg uendret.

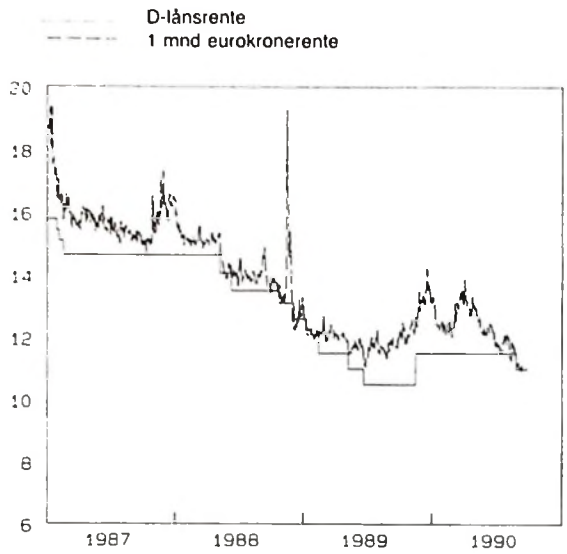
Valutakjøpene i august bidrog til en rommelig likviditetssituasjon i det norske pengemarkedet, og de korteste pengemarkedsrentene falt markert. Renten på enmåneds plasseringer falt med 0,5 prosentpoeng. Pengemarkedsrentene kom dermed for første gang siden i fjor sommer, ned på nivå med renten på bankenes dagslån i Norges Bank, jf figur 1.2. Før dette har trekk på dagslånsadgangen i lange perioder vært en billigere finansieringskilde for bankene enn andre midler. Blant annet på denne bakgrunn er likviditetspolitikken blitt lagt om med større vekt på fastrentelån der renten er markedsbestemt, og mindre vekt på dagslån. Norges Bank har også i økende grad gjennomført likviditetsstyringen gjennom operasjoner i pengemarkedet. Utformingen av likviditetspolitikken er nærmere drøftet i kapittel 2.

Som en tilpasning til fallet i markedsrentene, ble renten på bankenes dagslån i Norges Bank redusert med 0,5 prosentpoeng 27. august. En må anta at utviklingen i valutamarkedet i august var betydelig påvirket av stigningen i oljeprisen. Selv om utviklingen videre fremover er usikker, ønsket en ikke at dagslånsrenten skulle virke som en begrensning på mulighetene for et rentefall. Etter at dagslånsrenten var satt ned, falt de norske pengemarkedsrentene, og rentedifferansen for tremånedersplasseringer ble rundt null og de seneste dager også negativ.

De gjenværende valutareguleringer ble i hovedsak fjernet 1. juli i år. Endringene gjorde det først og fremst lettere for privatpersoner å foreta valutatransaksjoner. Privatpersoner kan nå fritt å ta opp lån i utlandet, og ha konto i utenlandske banker og i valuta. Videre ble transaksjoner med innenlandske pengemarkedsinstrumenter med utlandet frigitt, og restriksjonene på innlendingers kjøp av utenlandske obligasjoner ble opphevet.

Det synes ikke som om endringene i valutareguleringene har medført særlig økt omfang av privatpersoners valutatransaksjoner. Erfaringer fra tidligere perioder tyder heller ikke på at endringene skulle medføre betydelige kapitalbevegelser. En mer systematisk vurdering av kapitalinngang og —utgang kan imidlertid først gjøres når utenriksregnskapstall for juli og august foreligger.

Figur 1.2 Enmånedes eurokrone- og D-lånsrente (effektiv).



Differansen mellom enmånedes eurokronerente og D-lånsrenten var stort sett liten i hele 1988 og første halvår av 1989. I siste halvår av 1989 og første halvår av 1990 var differansen betydelig større. Fallet i eurokronerenten i 2. kvartal 1990 gjorde at differansen stadig ble mindre. Rommelig likviditetssituasjon i august som følge av Norges Banks valutakjøp, gjorde at pengemarkedsrenten falt ned på linje med, og til dels under, D-lånsrenten. D-lånsrenten ble satt ned med 0,5 prosentpoeng 27. august.

Kilde: Norges Bank.

Bankenes utlånsrenter har gått litt opp

Den gjennomsnittlige utlånsrenten i bankene var i annet kvartal 14,6 prosent. Dette er en økning på 0,2 prosentpoeng fra første kvartal når en korrigerer for tekniske omlegginger av statistikken. Gjennomsnittsrenten på publikums innskudd i bankene var 9,1 prosent i annet kvartal. Dette er uendret fra foregående kvartal når en korrigerer for endret beregningsmetode for forretningsbankenes konti med rentetrapp.

Differansen mellom rentenivået på bankenes utlån og innskudd overfor publikum, rentemarginen, nådde en topp i første kvartal 1989. Den var da 6,0 prosentpoeng. Deretter falt rentemarginen til 5,3 prosentpoeng i første kvartal 1990, for så å øke igjen med 0,2 prosentpoeng i annet kvartal.

Fortsatt finansiell konsolidering for private og kommuner...

I hele 1989 og første halvdel av 1990 har veksten i innenlandsk gjeld for private og kommuner vært avtagende. Gjennom 1989 falt tolvmånedersveksten for kredittindikatoren fra 7,2 til 5,5 prosent, og ved utgangen av juli lå kredittveksten i underkant av målsonen på 5-9 prosent. Veksten i private og kommuners gjeld til utlandet har derimot vært betydelig sterkere, selv om også denne har vist en avtagende veksttakt hittil i år. I mai var tolvmånedersveksten i gjelden til utlandet 9,8 prosent, og for den samlede gjelden — både innenlandsk og utenlandsk — var veksten 6,5 prosent. Den sterke veksten i gjelden til utlandet kan i noen grad tilskrives næringen sjøfart og oljeboring. Men også utenom denne næringen er veksten forholdsvis sterk — tolvmånedersveksten i mai kan da anslås til om lag 8 prosent.

Private og kommuner økte sine brutto fordringer kraftig i første halvår 1990 — både overfor innenlandske finansinstitusjoner og utlandet. Fordringene økte sterkere enn gjelden, og nettogjelden ble redusert med 8 milliarder kroner i første halvår 1990. Dette indikerer at den finansielle konsolideringen fortsetter. For sektoren sett under ett innebærer dette at utgiftene til konsum og realinvesteringer synes å være godt tilpasset nivået på den disponible inntekten.

Tabell 1.1 Endring i private og kommuners finansielle fordringer og gjeld. Milliarder kroner. Korrigerte tall.[1])

				1.halvår	
	1987	1988	1989	1989	1990
Økning i fordringer	91	60	75	32	42
— Innenlandske fordringer (likvide fordringer, sertifikater, obligasjoner, forsikringskrav m.v.)	62	43	56	16	35
— Fordringer på utlandet	29	17	19	16	7
Økning i gjeld	142	90	79	42	34
— Innenlandsk kredittilførsel	117	62	50	24	22
— Gjeld til utlandet	25	28	29	18	13
Nettogjeldsøkning	51	30	4	9	−8

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

Kilde: Norges Bank.

... men likevel noe sterkere vekst i norsk økonomi

Det kvartalsvise nasjonalregnskapet viser en sterk økning i etterspørselen fra Fastlands-Norge i annet kvartal, etter en svak utvikling de foregående tre kvartalene. Veksten var særlig sterk for privat konsum, hvor det også var betydelig oppgang i første kvartal. Offentlig konsum økte også kraftig, men der var nivået uvanlig lavt i første kvartal.

Det kvartalsvise nasjonalregnskapet tyder dessuten på en meget sterk vekst i varelagrene i norske bedrifter. Dette må imidlertid tolkes med varsomhet, fordi denne posten er svært usikker i nasjonalregnskapsberegningene. Nedgangen i realinvesteringene i Fastlands-Norge viste som ventet en utflatning. Alt i alt viser nasjonalregnskapet en sterkere vekst i etterspørselen fra Fastlands-Norge enn vi la til grunn i forrige kvartalsrapport.

Tradisjonell vareeksport fortsatte å øke i annet kvartal og ligger nå betydelig høyere enn vi forutsatte i forrige kvartalsoversikt. Det høye nivået skyldes den sterke veksten i eksport av raffinerte oljeprodukter etter at Mongstad-anlegget er kommet i drift. Motposten til oppgangen i eksport av raffinerte oljeprodukter er en svakere vekst i eksport av olje og gass enn ventet.

Tabell 1.2 viser veksten i makroøkonomiske hovedstørrelser fra 1989 til 1990 dersom nivået i annet kvartal holdes uendret ut året. Disse vekstratene sammenlignes med våre anslag fra forrige kvartalsrapport. Som det fremgår av tabellen, har etterspørselsveksten i norsk økonomi i stor grad vært rettet mot utlandet, og importen av tradisjonelle varer har økt betydelig sterkere enn ventet. Men også norsk produksjon er nå i vekst, og BNP for Fastlands-Norge økte sesongjustert med 2,4 prosent fra første til annet kvartal. Med ytterligere vekst i etterspørsel og produksjon i annet halvår, vil den økonomiske utviklingen fra 1989 til 1990 bli klart sterkere enn Norges Bank la til grunn i forrige kvartalsrapport. Det må imidlertid understrekes at kvartalsvis nasjonalregnskap kan gi store tilfeldige utslag fra kvartal til kvartal. En bør derfor avvente tallene for i hvert fall et kvartal til før en trekker sikre konklusjoner. Det knytter seg særlig stor usikkerhet til den videre utviklingen i det private konsumet og hva som vil skje med varelagrene.

Tabell 1.2 Makroøkonomiske hovedstørrelser. Volumvekst.

	Årsvekst 1989-90		Sesongjustert vekst fra 1. til 2. kv. 1990
	Anslag i PEK 2/1990	2. kvartalsnivået uendret ut året[1])	
Privat konsum	2	3,1	2,0
Offentlig konsum	2¼	2,1	5,3
Realinvesteringer, Fastlands-Norge	−5¼	−5,5	−1,4
Bedrifter	−3½	−2,3	−2,5
Boliger	−15	−13,4	−1,1
Offentlig forvaltning	½	−5,4	1,2
Innenlandsk etterspørsel	¼	1,2	2,7
Fastlands-Norge ekskl. lagerendring	¾	1,2	2,1
Eksport	6½	7,4	4,8
Olje og gass	4	−4,6	−0,1
Tradisjonelle varer	6	10,1	5,3
Import	3½	6,6	5,4
Tradisjonelle varer	6¾	11,2	2,4
BNP	1½	1,6	2,5
BNP, Fastlands-Norge	1	1,3	2,4
Bruttoprodukt i industri og bergverk	1	0,3	0,2

[1]) Årsveksten fra 1989 til 1990 når det sesongjusterte nivået i annet kvartal holdes uendret ut året.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, kvartalsvis nasjonalregnskap.

Sterkere konsumvekst enn ventet

Privat konsum økte sesongjustert med 2,0 prosent fra første til annet kvartal etter en vekst på 1,9 prosent kvartalet før. Det er varekonsumet utenom biler samt nordmenns konsum i utlandet som vokser sterkest. Dersom nivået i annet kvartal holdes uendret gjennom resten av året, vil veksten i privat konsum fra 1989 til 1990 bli på 3,1 prosent. Dette vil i tilfelle innebære at det private konsumet vokser sterkere enn husholdningenes disponible inntekt, og dermed gi et fall i husholdningenes sparing.

På den annen side viser kredittmarkedsstatistikken at husholdningene gikk over fra en netto gjeldsposisjon til en netto fordringsposisjon i løpet av 1989. Nettofordringene har fortsatt å øke både i første og andre kvartal i år. Husholdningenes finansin-

vesteringer var i første halvår 8 milliarder kroner — det samme som i første halvår i fjor. Dette indikerer at husholdningenes samlede etterspørsel etter privat konsum, boliginvesteringer og andre realinvesteringer, er godt tilpasset deres disponible inntekt. Kredittmarkedsstatistikken antyder derfor at et eventuelt fall i spareraten må tilskrives reduserte realinvesteringer og ikke reduserte finansinvesteringer.

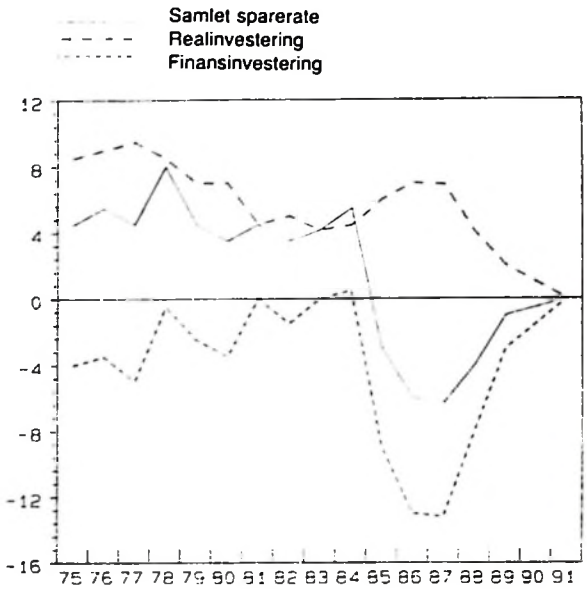
Fra Norges Banks side har vi tidligere lagt til grunn at husholdningenes sparerate fortsatt vil øke noe som følge av husholdningenes gjeldssituasjon og den økte realrenten etter skatt. Det er imidlertid betydelig usikkerhet knyttet til den videre utvikling i privat konsum og husholdningenes sparing. Etter den sterke konsumveksten og spareratefallet i 1985-86, økte husholdningenes sparing igjen i 1988 og 1989. Det kan ikke utelukkes at økning i sparingen nå stopper opp og endog snus til en viss nedgang.

For det første har også andre land enn Norge opplevd fall i husholdningenes sparerate. Fra 1975 til 1989 falt spareraten for OECD-landene med 5,3 prosentpoeng. I Norge har spareraten falt med 5,1 prosentpoeng i samme periode. Spareratefallet i Norge er altså på ingen måte unormalt stort i internasjonal sammenheng. Nivået på spareraten er imidlertid lavt i forhold til andre land. Målt fra nasjonalregnskapet var spareraten i 1989 —0,9 prosent, mens den var vel 5 prosent når man måler fra kredittmarkedsstatistikken. Begge tall er lave, selv om det siste er på linje med land som USA og Storbritannia.

For det andre har det i løpet av de siste årene skjedd en markert endring i sammensetningen av husholdningenes sparing, jf figur 1.3. Finansinvesteringene er nesten tilbake på nivået før det kraftige spareratefallet i 1985-86. Når spareraten er lavere enn før 1985, skyldes det derfor fall i boliginvesteringene og realinvesteringene hos selvstendig næringsdrivende. Dersom realinvesteringene fortsetter å falle mens oppgangen i finansinvesteringene stopper opp, vil vi kunne få et fall i husholdningenes sparing.

For det tredje kan en utflating i husholdningssparingen i noen grad ha en motpost i økte aksjekurser gjennom første halvår 1990. Dette har ført til en formuesvekst for

Figur 1.3 Husholdningenes sparerater. Prosent av disponibel inntekt.



Husholdningenes sparerate har økt betydelig siden det rekordlave nivået i 1986-87. Dette har skjedd samtidig med at husholdningenes realinvesteringer — først og fremst boliginvesteringer — har falt. Husholdningenes finansinvesteringer har dermed økt kraftig fra 1987, og Norges Bank legger til grunn at finansinvesteringer i 1991 vil være tilbake på nivået før spareratefallet i 1985-86. Realinvesteringene vil trolig fortsette å falle. Rent teknisk kan realinvesteringene godt bli negative — de beregnes som nyinvesteringer minus kapitalslit. I Sverige hadde husholdningene på begynnelsen av 1980-tallet negative realinvesteringer i en årrekke etter omlegging av skattesystemet, kraftig reallønnsnedgang og reduserte boligpriser.
Finansinvesteringene i denne figuren er basert på nasjonalregnskapet, mens tallene fra kredittmarkedsstatistikken gjennomgående har ligget 4-5 prosentpoeng høyere.

Kilde: Statistisk sentralbyrå (nasjonalregnskapet) og Norges Bank.

husholdningene som har gjort det mulig for dem å øke sitt konsum uten at verdien av deres finansielle formue er blitt redusert. Omvurderinger som følge av økte aksjekurser regnes ikke med i sparingen.

Husholdningenes gjeldssituasjon og den økte realrenten etter skatt tilsier imidlertid at økt forbruk neppe vil gå på bekostning av finansinvesteringene. Derimot kan vi få en vridning i husholdningenes etterspørsel bort fra realinvesteringer og over til økt forbruk. Norges Bank legger likevel fortsatt til grunn at husholdningenes sparing neppe vil falle særlig mye i tiden fremover, og vi tror det er lite sannsynlig at den sterke utviklingen i privat konsum fortsetter i annet halvår.

Fallet i realinvesteringene flater ut

Kvartalsvis nasjonalregnskap for annet kvartal indikerer at fallet i investeringene i fastlandsøkonomien er tilbakelagt, og at vi nå får en utflating. Nedgangen i industriinvesteringene synes å ha stoppet opp, og nåværende nivå ut året vil gi et fall på 5 prosent. Investeringene i utekonkurrerende industri øker imidlertid betydelig. Investeringstellingen for tredje kvartal tyder på en vekst i industriinvesteringene på 10-15 prosent neste år. Boliginvesteringene fortsetter derimot å falle, og igangsetting av nye boliger har holdt seg lavt gjennom sommeren. Det indikerer fortsatt fall i disse investeringene. Om fallet ikke bremses kraftig i annet halvår, kan nedgangen i boliginvesteringene fra 1989 til 1990 bli større enn det som ble lagt til grunn i forrige kvartalsrapport. Det meste av boligbyggingen finansieres nå ved lån i Husbanken. Ventetiden for ordinære Husbanklån er redusert til 9-10 måneder, mens den var 2 år i fjor. På den annen side er det nå blitt en ventetid på såkalte Husbank II-lån på 7-8 måneder, mens det ikke var noen ventetid i fjor.

Økning i varelagrene har bidratt sterkt til veksten i innenlandsk etterspørsel i første halvår. Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at lagerendring, utenom plattformer under arbeid, bidrog til en vekst i BNP på 2,4 prosent fra første halvår i fjor til første halvår i år. Økte varelagre er således den etterspørselskomponent som har bidratt sterkest til oppgangen i norsk økonomi hittil i år. Det er grunn til å understreke at det er stor usikkerhet i lagerendringstallene i nasjonalregnskapet, og de kan være gjenstand for betydelige revisjoner. Men også den kvartalsvise lagerstatistikken viser en sterk vekst i varelagrene. For importerte varer var det en økning i lagerbeholdningen på 13 prosent fra annet kvartal i fjor til annet kvartal i år. En kan imidlertid ikke vente at lagerettterspørsel over noen tid kan fortsette å bidra til vekst i innenlandsk etterspørsel i et slikt omfang som i første halvår.

Sterk volumvekst i utenrikshandelen, men prisene faller

Et hovedtrekk i utviklingen i utenriksøkonomien er at volumet av både importen og eksporten av tradisjonelle varer øker betydelig sterkere enn ventet, mens prisutviklingen er svakere enn ventet. Det kan se ut til at underskuddet i handelen med tradisjonelle varer i år blir noe større enn det som ble lagt til grunn i forrige kvartalsrapport.

Volumet av den tradisjonelle vareeksporten lå i første halvår i år 10,0 prosent høyere enn første halvår i fjor. Den sterke veksten har sammenheng med at eksporten av raffinerte oljeprodukter er blitt mer enn fordoblet etter oppstartingen av Mongstad-anlegget. Holder vi raffinerte oljeprodukter utenom, er veksten i eksporten av tradisjonelle varer 5,7 prosent fra første halvår i fjor til første halvår i år, og det var betydelig vekst fra første til annet kvartal i år, jf figur 1.4.

Prisene på den tradisjonelle vareeksporten har falt forholdsvis kraftig det siste året, og prisene lå i annet kvartal 7,3 prosent lavere enn samme kvartal i fjor. Dette fører til at verdiveksten i den tradisjonelle vare-

eksporten kan bli lavere enn antatt til tross for den sterke volumveksten — særlig gjelder dette når vi ser bort fra raffinerte oljeprodukter. Utsikter til lavere vekst internasjonalt kan få negative konsekvenser for volumutviklingen, og føre til ytterligere prisfall på viktige norske eksportprodukter. På den annen side har aluminiumsprisene økt med nesten 30 prosent siden begynnelsen av juli, og vi må tilbake til oktober i fjor for å finne tilsvarende høye priser.

Veksten i importen av tradisjonelle varer har særlig sammenheng med vridningen i sammensetningen av investeringene bort fra bygninger og anlegg og over til maskiner og transportmidler som har høyere importandel. Samtidig har importvarelagrene økt. Importveksten fortsatte i annet kvartal, i hovedsak som følge av stor import av militært materiell og fly. Lav importprisvekst gjør likevel at verdien av den tradisjonelle importen ikke har utviklet seg vesentlig forskjellig fra vårt tidligere anslag. Om den høyere oljepris vi har hatt i det siste holder seg, må vi regne med en viss økning i importprisene mot slutten av året.

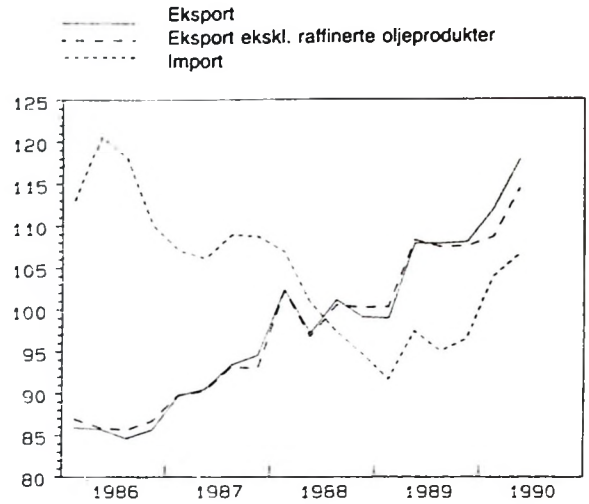
Den tradisjonelle varebalansen er gradvis blitt svekket gjennom 1989 og 1990, jf figur 1.4. Svekkelsen er særlig sterk dersom vi holder eksport av raffinerte oljeprodukter utenom. Årsaken til den svake utviklingen er prisfallet på eksporten og volumveksten i importen, mens den svake importprisutviklingen trekker i motsatt retning.

Etter oppstartingen av Mongstad-anlegget,går nå en større del av oljen i Nordsjøen via raffinerier i Norge før den eksporteres til utlandet. Isolert sett fremstår dette som en bedring av den tradisjonelle varebalansen og av Fastlands-Norges driftsbalanse. Når en skal vurdere oljeavhengigheten i norsk økonomi, må en imidlertid i tillegg til den direkte eksporten av olje og gass som i år ligger an til å bli 75-80 milliarder kroner, også ta hensyn til eksporten av raffinerte oljeprodukter som i år kan bli over 10 milliarder kroner.

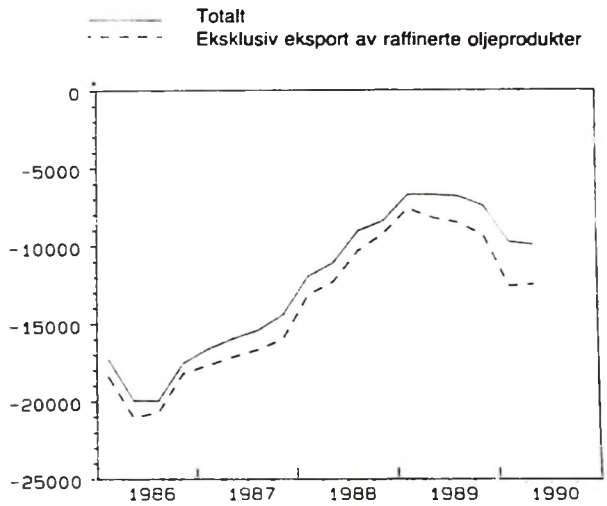
Den økte oljeprisen vil bidra til økte eks-

Figur 1.4 Handelen med tradisjonelle varer. Sesongjustert.

A. Tradisjonell vareeksport og import. Volumindekser 1988=100.



B. Tradisjonell varebalanse, kvartalstall. Milliarder kroner.



Økningen i eksport av raffinerte oljeprodukter etter oppstarting av Mongstadanlegget stod for mesteparten av veksten i tradisjonell vareeksport i første kvartal i år, mens det var andre varegrupper som økte fra 1. til 2. kvartal. Eksporten av raffinerte oljeprodukter er mer enn fordoblet fra første halvår i fjor til første halvår i år.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, kvartalsvis nasjonalregnskap.

portinntekter på olje og gass. En nominell oljepris på 25 USD pr fat og dollarkurs på 6,00 kroner vil styrke driftsbalansen til neste år med anslagsvis 26 milliarder kroner i forhold til PEK 2/90. Utviklingen i oljeprisen i tiden fremover vil også påvirke skipsfartens inntjening. Både inntektene og utgiftene har så langt utviklet seg som ventet, men situasjonen i Midt-Østen og vedvarende høy oljepris vil nok slå ut i synkende rater og økte driftskostnader. Men usikre utsikter for skipsfarten kan også redusere nettoimporten av skip.

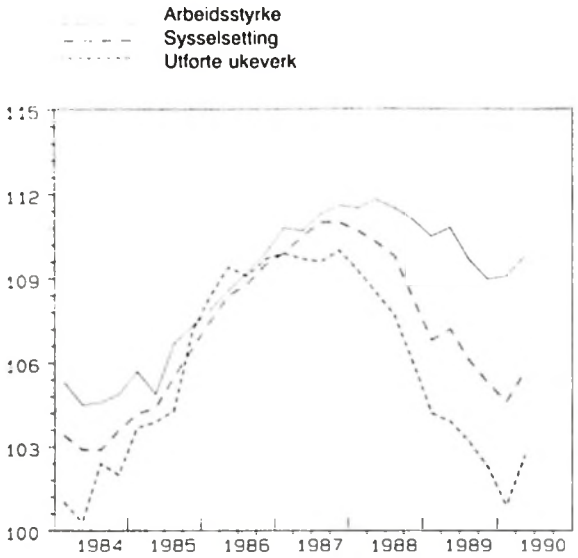
For de øvrige postene på driftsbalansen er det foreløpig lite som gir grunn til endringer i forhold til det som ble lagt til grunn i forrige kvartalsrapport. Den tradisjonelle varebalansen blir trolig svakere i år, men dette avhenger av om det høye volumet på importen holder seg i annet halvår. Virkningene på den samlede driftsbalansen vil først og fremst avhenge av utviklingen i oljeprisen.

Oppgangen i annet kvartal har gitt vekst i sysselsettingen

Løpende indikatorer kan tyde på en viss vekst i sysselsettingen og en noe mer positiv tendens i arbeidsmarkedet. Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) for annet kvartal viser at den sesongjusterte sysselsettingen steg for første gang på tre kvartaler, og det var nedgang i arbeidsledigheten. Antall sysselsatte i første halvår i år var sesongjustert 1,1 prosent lavere enn gjennomsnittet for i fjor. I forrige kvartalsrapport la vi til grunn et fall i antall sysselsatte på 1,3 prosent i 1990. Erfaringene viser at en ikke bør legge for stor vekt på AKU for et enkelt kvartal. Det er dessuten spesielle tolkningsproblemer knyttet til tallet for annet kvartal i år.

Summen av registrert ledige og personer sysselsatt ved arbeidsmarkedstiltak falt i juni og var omtrent uendret i juli. Samtidig steg den sesongjusterte, registrerte arbeidsledigheten kraftig etter at den i flere måneder hadde ligget stabilt rundt 90 000. Økningen i den registrerte ledigheten skyldtes først og fremst nedtrappingen av arbeidsmarkedstiltak i sommermånedene. I august falt den registrerte ledigheten, men summen av ledige og personer på tiltak økte.

Figur 1.5 Arbeidsstyrke, sysselsetting, ukeverk i følge Arbeidskraftundersøkelsen (AKU). 1980=100. Sesongjustert.



Etter et kraftig fall i sysselsetting og utførte timeverk de siste par årene, viser arbeidskraftsundersøkelsen (AKU) for annet kvartal i år en klar oppgang (i begge seriene) fra første kvartal. AKU-tallene er imidlertid beheftet med betydelig usikkerhet, og en forskyvning av intervjutidspunktet i annet kvartal i år gjør timeverkstallene spesielt usikre. Arbeidsstyrken økte også svakt fra første til annet kvartal, men AKU-arbeidsledigheten gikk ned.

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Fra 1988 til 1989 falt arbeidsstyrken for første gang siden 1973. Utviklingen hittil i år tyder på at denne tendensen er i ferd med å snu. Sesongjustert steg arbeidsstyrken i annet kvartal etter at den var omtrent uendret fra siste kvartal i fjor til første kvartal i år. Det er usikkert hvordan arbeidsstyrken vil utvikle seg i tiden fremover. Dersom arbeidsstyrken vokser på linje med det som var vanlig før 1989, kan det ta tid før det blir noen vesentlig nedgang i arbeidsledigheten.

Pris- og kostnadsvekst på linje med ERM-landene

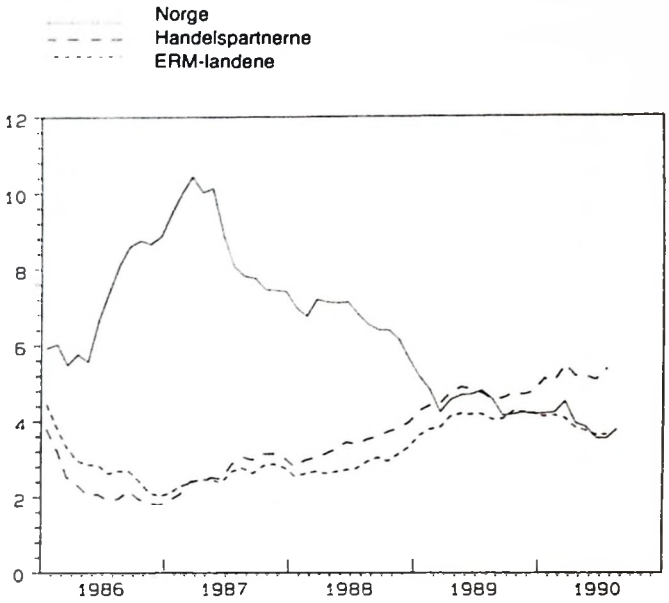
Konsumprisindeksen viste en tolvmånedersvekst på 3,6 prosent i juli og 3,8 prosent i august. Konsumprisveksten i våre markedsland har i hele år ligget over 5 prosent, og var i juli 5,4 prosent. Det er fortsatt den høye inflasjonstakten i Sverige og Storbritannia som bidrar til dette høye tallet. I de landene som deltar fullt ut i det europeiske valutasamarbeidet (ERM-landene), har konsumprisveksten ligget på 3,7 prosent de siste to månedene. Her er verken Sverige eller Storbritannia med.

Prisstigningen de nærmeste månedene vil være påvirket av utviklingen i oljeprisen. Dersom oljeprisen holder seg på drøye 25 USD pr fat, vil tolvmånedersveksten i konsumprisene øke med rundt ½ prosentpoeng. Noe av dette så vi allerede i august. Virkningen på konsumprisveksten i andre land drøftes i Aktuell utdyping til dette kapitlet. Utslaget vil for de fleste land bli omtrent som for Norge, men noe sterkere i USA.

Det opprinnelige avtaleforslaget i vårens lønnsoppgjør ble forkastet i uravstemningen. Et nytt forslag som innebar en økning på 0,17 prosent i forhold til det opprinnelige forslaget, er nå godkjent av LOs medlemmer. Foreløpige anslag indikerer en lønnsvekst for arbeidere i hele LO-NHO-området på i underkant av 4 prosent, mens lønnsveksten i industrien ser ut til å bli i overkant av 5 prosent. Dette er et halvt prosentpoeng mer enn tidligere antatt.

Lønnsveksten har tiltatt hos mange av våre handelspartnere siden begynnelsen av 1990. Samtidig er det i flere land tegn til avtagende produksjonsvekst og svakere produktivitetsutvikling. Veksten i lønnskostnadene i industrien for våre handelspartnere kan nå anslås til 6¼ prosent for i år. På samme måte som for konsumprisene, har Storbritannia og Sverige den høyeste lønnsveksten. Veksten i lønnskostnadene i ERM-landene, hvor Storbritannia og Sverige som nevnt ikke er med, ligger an til å bli om lag 5½ prosent.

Figur 1.6 Konsumprisvekst for Norge, handelspartnere og ERM-landene. Prosentvis endring fra samme måned året før.



I mars 1987 var konsumprisveksten i Norge hele 8 prosentpoeng høyere enn hos våre handelspartnere og i ERM-landene. Siden har den norske prisveksten avtatt betydelig, og er nå lavere enn hos våre handelspartnere. I juli var differansen 1,8 prosentpoeng. Prisstigningstakten i våre markedsland har imidlertid økt i forhold til de landene som deltar i det europeiske valutakurssamarbeidet (ERM). Den norske konsumprisveksten er nå på linje med utviklingen i ERM-landene.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, OECD og Norges Bank.

Fortsatt nedgang i industrisysselsettingen gir oss en forholdsvis sterk produktivitetsvekst. Lønnskostnadene pr produsert enhet (LPE) i industrien kan derfor anslås å øke med 2-2½ prosent, mens de for våre handelspartnere anslås å øke med rundt 4 prosent. Bedringen i norsk industris konkurranseevne målt ved relative LPE, vil etter dette bli i området 1½-2 prosent.

Behov for langsiktighet i finanspolitikken

Dersom oljeprisen holder seg på nåværende nivå, vil statens inntekter av petroleumsvirksomheten øke forholdsvis sterkt i 1991. Stortinget vedtok imidlertid i vår å opprette et petroleumsfond som nettopp skal ivareta en slik situasjon. Dersom statens netto inntekter av pertoleumsvirksomheten overstiger underskuddet på statsbudsjettet samt halvparten av utlånene fra staten til statsbankene, skal det overskytende avsettes til statens petroleumsfond i Norges Bank. Oljeprisen må riktignok stige ut over dagens nivå for at det skal bli vesentlige avsetninger til fondet. Hovedpoenget med opprettelsen av petroleumsfondet har likevel vært at de økte oljeinntektene ikke skal medvirke til en mer ekspansiv finanspolitikk. Slik sett skulle petroleumsfondet bidra til å ivareta en mer langsiktig økonomisk politikk. Det er viktig at en nå ikke faller for fristelsen til kortsiktig å bruke de økte oljeinntektene.

I forrige kvartalsoversikt påpekte vi at finanspolitikken for 1989 og 1990 sett under ett var meget ekspansiv, og at dette ikke kunne videreføres. Regnet utenom inntekter fra statlig petroleumsvirksomhet og overføringer fra Norges Bank, er underskuddet på statsbudsjettet i år over 40 milliarder kroner. I Revidert nasjonalbudsjett ble det presentert beregninger som viser at uten omlegginger av den økonomiske politikken, vil dette underskuddet stige til 58 milliarder kroner i 1993. Dette skyldes allerede vedtatte bindinger på utgiftssiden i statsbudsjettet. Det vil kreve store anstrengelser og langsiktighet i politikken for å få veksten i utgiftene på statsbudsjettet ned. Dersom finanspolitikken legges ytterligere om i ekspansiv retning, vil utgangspunktet for å få ned det oljekorrigerte underskuddet bli dårligere. Resultatet blir i så fall at oljeavhengigheten fortsetter å øke.

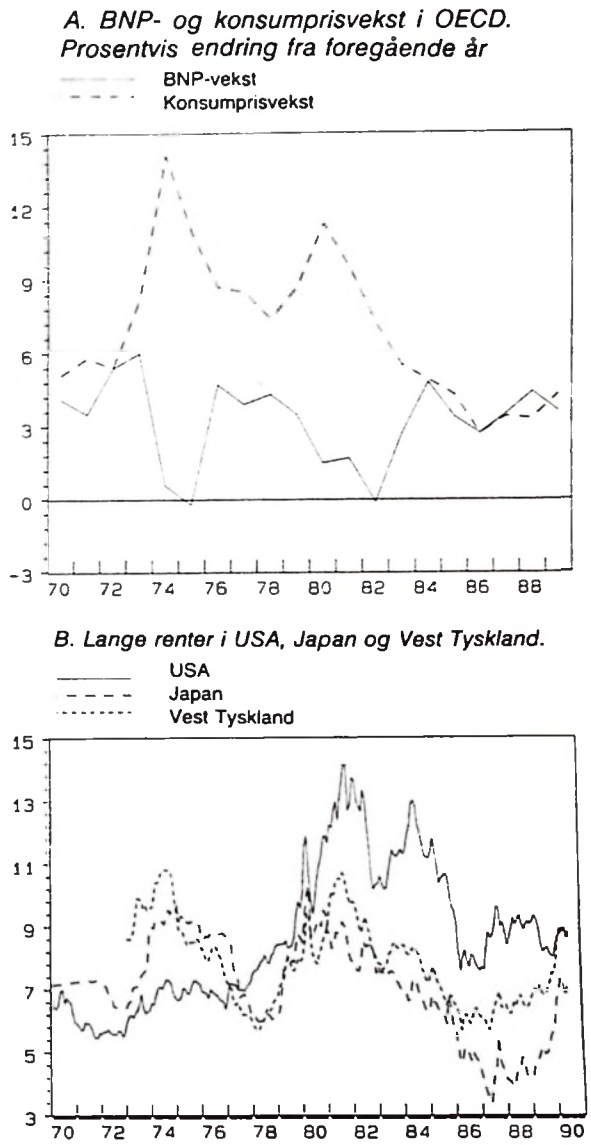
Det kvartalsvise nasjonalregnskapet viste at veksten i norsk økonomi tiltok forholdsvis kraftig i andre kvartal, og arbeidsmarkedet viser også tegn til bedring. Samtidig er både rentenivået og pris- og kostnadsveksten i Norge nå på linje med, og tildels under, våre handelspartneres. Forholdene ligger derfor til rette for en sunn oppgang i norsk økonomi ledet av investeringsvekst i konkurranseutsatt virksomhet. Det er også tegn til at realinvesteringene i konkurranseutsatte sektorer nå er på vei opp, og det er ventet en vekst i industriinvesteringene på 10-15 prosent til neste år. Den utviklingen vi har sett i norsk økonomi den siste tiden, har dermed ytterligere redusert behovet for finanspolitiske stimuleringstiltak.

Økonomiske virkninger av økte oljepriser

Oppgangen i internasjonal økonomi er inne i sitt åttende år. Ut fra tidligere erfaringer er dette lenge, men hyppige spådommer om et snarlig sammenbrudd er hittil gjort til skamme. Oljeprisøkningen etter enigheten om nye referansepriser i OPEC i slutten av juli, og de senere uroligheter i Gulfen, har gitt ny grobunn for forventninger om at et klassisk tilbakeslag i verdensøkonomien kan være nær forestående. Frykten for et tilbakeslag bygger på erfaringene fra oljeprissjokkene i 1973-74 og 1978-79. Den økonomiske veksten i OECD-landene stanset opp på midten av 1970-tallet, etter å ha ligget mellom 5 og 6 prosent i 1972 og 1973. Etter det andre oljeprissjokket ble den gjennomsnittlige veksten i OECD-landene redusert fra om lag 4 prosent i perioden 1977-1979 til om lag 1 prosent i 1980-1982. Lavere vekst og de direkte virkningene av økte oljepriser bidrog til svekking av offentlige budsjetter, økt arbeidsledighet, svekket utenriksøkonomi og redusert verdenshandel. I tillegg økte inflasjonen til tosifrede tall. Utslagene var spesielt store i 1973-74 da konsumprisveksten i OECD-området økte fra 5,4 prosent i 1972 til 14,5 i 1974. Internasjonalt ble de korte rentene mer enn doblet begge gangene.

Isolert sett kan erfaringene fra tidligere oljeprisøkninger indikere at et nytt oljeprissjokk kan gjøre slutt på den langvarige vekstperioden vi er inne i. Imidlertid er det denne gangen mange faktorer som tilsier at effektene for OECD-landene vil bli langt mindre. Før en vet mer om utfallet av krisen i Gulfen, er det ikke mulig å gjøre noen grundig analyse av de økonomiske virkninger den vil ha. Imidlertid skal vi gjøre et første forsøk på å avdekke mulige konse-

Figur 1.7 BNP-vekst, konsumprisøkning og renter.



Oljeprisøkningen i 1973 og 1979 gav inflasjon og renter i OECD-landene kraftige puff oppover. Samtidig var effektene i realøkonomien store. BNP-veksten falt kraftig i begge tilfeller. Utslagene var noe mindre markerte og noe mer langvarige etter den andre prisøkningen enn etter den første.

Kilde: OECD

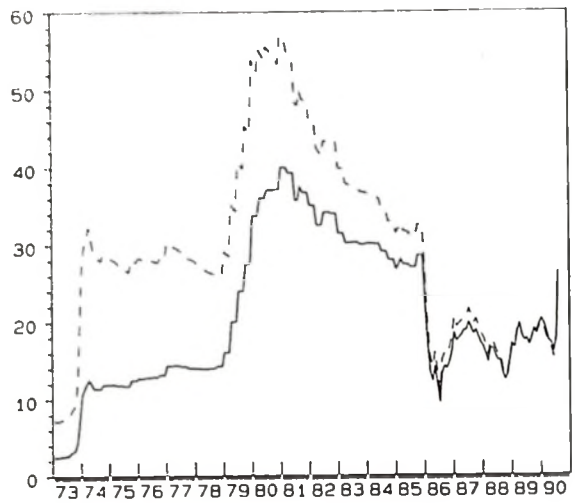
kvenser av en oljeprisøkning, bygd på erfaringene fra de to tidligere oljeprissjokkene. I denne sammenheng er det viktig å vurdere i hvilken grad situasjonen nå kan sammenlignes med tidligere oljeprissjokk.

Prisøkningen ser ut til å bli mindre denne gangen...

Begivenhetene i Gulfen er en ny påminnelse om den usikkerhet som er forbundet med økonomiske prognoser. Forventninger om endringer i den politiske situasjonen har gitt store utslag i oljeprisen. Den fremtidige prisutvikling er høyst usikker. En kan verken se bort fra at en rask normalisering etter en diplomatisk løsning kan bringe prisen under 20 USD pr fat, eller at en utvidelse av konflikten kan bringe prisen over 40 USD pr fat. Prisene for fremtidig levering har ligget under spotprisen, og dette indikerer at markedsdeltagerne forventer en viss prisnedgang igjen.

De fleste analyser av virkningene av et nytt oljeprissjokk bygger på en forutsetning om en oljepris mellom 25 og 30 USD pr fat. Dette prisintervallet kan kanskje betraktes som en indikasjon på den sannsynlige oljeprisutviklingen i en situasjon med langvarig blokade av Irak. På den annen side var det en betydelig ledig produksjonskapasitet i OPEC-landene utenom Irak og Kuwait, og det er anslått at dette i grove trekk svarer til eksporten fra Irak og Kuwait. I første halvår i år var dessuten tilbudet av olje større enn etterspørselen, og det måtte derfor uansett komme et produksjonskutt for å stabilisere oljeprisen. I tillegg er det nå lagret olje for om lag 100 dagers forbruk i OECD-landene, mot 80 dagers forbruk ved siste oljeprissjokk. Lagrene ble økt til å dekke vel 100 dagers forbruk i løpet av 1979, noe som da bidrog til å forsterke prispresset. Med mindre konflikten trappes opp, skulle det denne gangen ikke være behov for ytterligere lageroppbygging.

Figur 1.8 Oljepriser, Brent Blend i USD pr fat. Nominelle priser og realpriser (1989-priser).



Selv om Gulf-krisen har drevet oljeprisen kraftig opp i det siste, er dagens oljeprisnivå reelt ikke høyere enn prisnivået i årene etter det første oljeprissjokket i 1973, og vesentlig lavere enn det var i perioden fra det andre oljeprissjokket i 1979 fram til prisfallet i 1985-86.
Prisen på Brent Blend-olje er bare notert for de siste årene. Tilbakegående data er laget med utgangspunkt i andre oljeprisnoteringer.

Kilde: OECD

Dersom vi legger til grunn at oljeprisen stabiliseres i overkant av 25 USD pr fat, vil prisøkningen bli rundt 50 prosent, mot en firedobling i 1973-74 og en dobling i 1978-79. Utslaget for landene utenom USA blir dessuten noe dempet som følge av at USD er svekket i løpet av august.

... og internasjonal økonomi er mindre sårbar for økte oljepriser

Når en skal vurdere effekten av oljeprisøkningen, er det også grunn til å merke seg at realprisen på olje er betydelig redusert fra begynnelsen av 1980-årene. Justerer vi olje-

prisen for den generelle inflasjon, finner vi at en oljepris på rundt 30 USD pr fat svarer til den oljeprisen vi hadde etter det første oljeprissjokket, jf figur 1.8. Etter det andre oljeprissjokket var realprisen betydelig høyere.

Oljeprisøkningen i 1973-74 gav et varsel om industrilandenes avhengighet av billig olje. Tabell 1.3 viser at etter dette har veksten i BNP i de fleste land vært langt større enn veksten i forbruket av energi. Målt som forholdet mellom BNP og energiforbruket, er energieffektiviteten i de store landene gjennomgående økt med rundt 40 prosent fra 1973 til 1989. I tillegg er oljens andel i energiforbruket redusert. I Japan er oljeforbrukets volumandel av BNP mer en halvert, og i gjennomsnitt for OECD-landene er denne andelen gått ned med rundt 40 prosent fra 1973 til 1989.

Verdensøkonomien er også på andre måter blitt bedre rustet til å møte en oljeprisøkning. Denne gangen er inflasjonspresset lavere i utgangspunktet. Dette reduserer isolert sett behovet for en kraftig tilstramming i den økonomiske politikken, spesielt i USA og Storbritannia, der BNP-veksten nå er forholdsvis beskjeden. På den annen side er myndighetene i økende grad blitt oppmerksomme på kostnadene ved høy og økende inflasjon. En kan derfor ikke utelukke en forholdsvis sterk tilstramming, spesielt i land med høy kapasitetsutnyttelse i utgangspunktet.

Både i 1973-74 og i 1978-79 fikk dessuten oljeprisøkningen en kontraktiv effekt på verdensøkonomien fordi OPEC-landene ikke hadde kapasitet til å forbruke de økte inntektene. Dette senket den samlede etterspørsel i verdensøkonomien. Nå er det grunn til å regne med at den kontraktive effekt som følge av inntektsomfordelingen blir langt mindre både fordi inntektsoverføringen er lavere, og fordi en større del av den vil bli brukt relativt raskt. Dette fører til at noe av nedgangen i innenlandsk etterspørsel kan kompenseres av økt eksportetterspørsel.

Tabell 1.3 Effektivitet i energiforbruket (BNP/Energiforbruk 1973=100).

	1973	1979	1989
USA	100	110	138
Japan	100	116	152
Vest-Tyskland	100	106	140
Frankrike	100	117	137
Italia	100	115	142
Storbritannia	100	111	149
Canada	100	110	134

Kilde: BP Statistical Review of World Energy og OECD.

Tabell 1.4 Direkte virkning av oljeprisøkning på nasjonal inntekten[1]).

	1972-74	1978-81	1989-91
USA	−1,2	−2,9	−0,4
Japan	−5,4	−4,4	−0,5
Vest-Tyskland	−4,1	−3,7	−0,5
Total OECD	−2,2	−3,4	−0,4

[1]) Beregnet som verdiøkningen i netto oljeimport i perioden (forutsatt ingen volumendring) i prosent av nominelt BNP i det første året i perioden. Oljeprisen er forutsatt i overkant av 25 USD pr fat ut 1991.

Kilde: OECD og Norges Bank.

Effekten av oljeprisøkningen blir beskjeden

I siste Economic Outlook bygde OECD sine prognoser på en forutsetning om at realprisen på olje skulle holde seg konstant rundt 17 USD pr fat. Vi skal se nærmere på hva effekten av en ca 50 prosent økning opp til 25-26 USD betyr for internasjonal økonomi.

Virkningen på nasjonalinntekten i OECD-landene blir betydelig mindre enn ved de tidligere oljeprissjokkene, dels fordi prisøkningen denne gangen er mindre, dels fordi energieffektiviteten har økt, og dels fordi realprisen i utgangspunktet var lav. Den markerte forskjellen i den direkte virkningen av de tre oljeprissjokkene illustreres i tabell 1.4.

Generelt vil en økning i oljeprisen påvirke OECD-landene som gruppe ved å øke innenlandske priser og redusere innenlandsk etterspørsel og produksjon. Den negative effekten på den økonomiske aktiviteten virker gjennom tre kanaler:

- Økningen i oljeprisen medfører at det koster mer å produsere samme mengde av varer og tjenester som før. Dette svekker lønnsomheten hos produsentene, og vi får økte priser på varer og tjenester samtidig som produksjonen går ned. Etterspørselen etter arbeidskraft og investeringer reduseres. De økte prisene vil også kunne utløse krav om økte lønninger som ytterligere øker presset på prisene.
- Økte priser gir også en reduksjon i realpengemengden og dermed økt nominell rente. Denne effekten avhenger av hvorledes en innretter pengepolitikken. En slakkere pengepolitikk vil dempe utslaget i de korte rentene, men siden de til gjengjeld ikke i samme grad vil dempe prisstigningsimpulsene, kan virkningen på de lange rentene bli motsatt.
- For de oljeimporterende landene vil de økte innenlandske prisene gi en reduksjon i disponibel realinntekt, og også dette gir en reduksjon i etterspørselen — konsumet går ned.

Størrelsen på tilbudssideeffekten avhenger av energieffektiviteten, og først og fremst andelen av oljekonsum i BNP. Størrelsen på renteeffekten avhenger av rentefølsomheten i pengeetterspørselen samt hvor sterkt investerings- og konsumetterspørselen påvirkes av renteendringer. «Terms of trade»-effekten bestemmes av andelen av importert olje i BNP, og størrelsen på denne effekten er lik den direkte virkningen av oljeprisøkningen som ble illustrert i tabell 1.4.

For hvert enkelt OECD-land får vi dessuten en effekt ved at etterspørselen hos deres handelspartnere faller. Også de landene som er netto eksportører av olje, dvs Storbritannia, Canada og Norge, vil derfor kunne få en negativ etterspørselseffekt til tross for at de tjener på oljeprisøkningen. I disse landene er det forøvrig heller ikke opplagt at de økte oljeinntektene resulterer i økt etterspørsel. Disse inntektene tilfaller i første omgang staten og oljeselskapene, mens nedgangen i realdisponibel inntekt rammer øvrige bedrifter og husholdninger. På kort sikt kan det derfor tenkes at innenlandsk etterspørsel reduseres selv om landets disponible realinntekt øker.

Det er gjort en rekke modellsimuleringer for å analysere virkningene av de økte oljeprisene. Resultatet av slike simuleringer vil påvirkes av de forutsetninger som gjøres om myndighetenes reaksjoner på økte oljepriser. Det kommer ikke alltid like eksplisitt fram hvilke forutsetninger som er gjort, men resultatene er såpass samstemte at de bør kunne brukes som en grov indikasjon på effektene av at oljeprisen stabliserer seg på et nytt og høyere nivå.

I gjennomsnitt for OECD-landene ventes det at tolvmånedersveksten for konsumprisene vil øke med rundt ¾ prosentpoeng som følge av en oljeprisøkning på 50 prosent. Prisveksten øker mest i USA og Vest-Tyskland. Forskjellene mellom land skyldes dels at oljeprodukter har ulik vekt i det private konsum, og dels at prisutslaget på sluttproduktene dempes i land med høye mengdeavgifter på oljeprodukter. Utslaget blir stort i USA fordi mengdeavgiftene der er lave og i Vest-Tyskland fordi budsjettandelen for oljeprodukter der er høyere enn i de øvrige landene.

Utslagene i produksjonen blir om lag ½ — ¾ prosentpoeng lavere BNP-nivå. Virkningen blir størst i de landene som er mest avhengig av importert olje. BNP-nivået reduseres med rundt ¾ prosentpoeng i Japan og Vest-Tyskland og ½ prosentpoeng i USA.

Det meste av utslaget i prisene vil komme nærmest umiddelbart, mens virkningen

Tabell 1.5 BNP-vekst i OECD-landene. Prosentvis volumvekst.

	1990			1991		
	OECD	Norges Bank		OECD	Norges Bank	
	juni a	juli/aug b	sep c	juni a	juli/aug b	sep c
USA	2,3	1,3	1,2	2,5	2,0	1,5
Japan	4,7	5,3	5,1	4,0	4,3	3,8
Vest-Tyskland	3,9	4,1	3,9	3,4	3,5	3,0
Total OECD	2,9	2,7	2,6	2,9	2,8	2,3

a) OECDs anslag fra begynnelsen av juni i Economic Outlook nr 47.
b) Norges Banks anslag fra månedsskiftet juli/august etter at løpende indikatorer viste en svakere utvikling i USA og sterkere i Japan og Vest-Tyskland.
c) Norges Banks anslag forutsatt at oljeprisen holder seg på USD 25 pr fat.

Kilde: OECD og Norges Bank.

på BNP vil ta noe lengre tid med størst utslag til neste år. I tabell 1.5 har vi stilt opp anslag for BNP-vekst for de største OECD-landene og for OECD totalt. Alternativ a) er OECDs anslag i Economic Outlook fra begynnelsen av juni. Alternativ b) er justert for å ta vare på den svakere utviklingen vi har sett i USA de siste månedene og en litt sterkere utvikling i Japan og Vest-Tyskland. Dette alternativet tar ikke hensyn til økte oljepriser. I alternativ c) er derimot også virkningen av en 50 prosent økning i oljeprisene opp til drøye 25 USD pr fat tatt med.

Forutsatt at oljeprisene holder seg stabile i overkant av 25 USD pr fat, kan vi få en BNP-vekst i OECD-landene på 2,6 prosent i år og 2,3 prosent neste år. Anslagene i juni var 0,3 prosentpoeng høyere for 1990 og 0,6 prosentpoeng høyere for 1991. Inflasjonstakten i OECD-landene vil ved utgangen av året kunne komme opp mot 5¼ prosent, men dersom det føres en strammere pengepolitikk, vil effekten på prisstigningen gradvis bli mindre.

Økte oljepriser vil altså innebære redusert BNP-vekst og økt inflasjon, men utslagene er på ingen måte dramatiske. En grunn til at virkningen av den siste oljeprisøkningen blir mindre alvorlig enn ved tidligere oljeprissjokk, er at landene etter de tidligere økningene allerede har tilpasset seg en høyere relativ pris på olje. Dette har resultert i, som vi var inne på foran, at deres kapitalbeholdning i dag er betydelig mer energieffektiv.

Anslagene ovenfor bygger som nevnt på en varig økning i oljeprisen på 50 prosent. Det er betydelig usikkerhet rundt anslagene. Skulle utviklingen i Gulfen utløse finansiell uro eller lede til en oljepris godt over 30 USD pr fat, kan utslagene bli tilsvarende sterkere, og da kan vi få resesjon i de landene som i dag har svakest vekst. På samme måte vil en stabilisering av situasjonen med en oljepris lavere enn 25 USD pr fat redusere effektene. Det er ikke tatt hensyn til mulige negative effekter av aksjekursfallet, økte militærutgifter, virkningen av høyere renter på sterkt gjeldsbelastede utviklingsland, effektene av handelsblokaden av Irak eller virkninger av generelt økt usikkerhet. På den annen side er heller ikke de positive effektene høyere oljepriser medfører for energisektoren i OECD-landene, tatt med.

Mange utviklingsland og landene i Øst-Europa vil bli rammet hardere av oljeprisøkningen enn OECD-landene. De ikke-oljeproduserende utviklingslandene rammes hardt av tre grunner: For det første har energibruken økt sterkt som følge av økt industrialisering. For det andre vil en re-

duksjon i verdenshandelen og lavere vekst i internasjonal økonomi særlig ramme land som i hovedsak eksporterer råvarer. For det tredje vil høyere rentenivå internasjonalt innebære en ekstra belastning for land med høy utenlandsgjeld.

Øst-Europa, utenom Sovjet, vil rammes av et dobbelt «oljeprissjokk» siden den subsidierte olje- og gassimporten fra Sovjet skal avvikles. På toppen av dette kommer så oljeprisøkningen. Det er i hovedsak Sovjet som vil nyte godt av de økte olje- og gassutgiftene i de øvrige øst-europeiske land.

Økt usikkerhet i de finansielle markedene

Til tross for at det altså ventes forholdsvis moderate virkninger på BNP-vekst og prisstigning i OECD-landene, har krisen i Gulfen og de økte oljeprisene likevel forårsaket store utslag i de finansielle markedene. Aksjekursene har falt kraftig, og forventinger om økt inflasjon har bidratt til høyere langsiktige renter. Bevegelsene i valutakursene har også vært store etter at Gulf-krisen oppstod.

Allerede før oljeprisene økte var mange bekymret over utviklingen og stabiliteten i de internasjonale finansielle markedene. Dette hadde blant annet sammenheng med nye problemer i kredittmarkedet i USA, der en rekke såkalte «savings and loan institutions» i praksis er gått konkurs. Det såkalte «junkbond»-markedet i USA har også brutt sammen, og det har vært et kraftig fall i aksjekursene i Japan. Samtidig har det, særlig i USA, vært en klar nedgang i bedriftenes egenkapitalandel, blant annet som følge av lånefinansierte bedriftsoppkjøp. Dette har gjort bedriftene mer følsomme overfor renteendringer. Den stadig sterkere økonomiske integrasjonen mellom land har dessuten ført til at forstyrrelser i finansmarkedene i et land lett spres til andre land. Aksjekursfallet i USA i oktober 1987, som nesten umiddelbart spredde seg til andre land, er et klart eksempel på dette.

Vurderingen har så langt vært at disse forholdene i finansmarkedene neppe i seg selv ville påvirke realøkonomien i betydelig grad, men at det finansielle systems evne til å tåle nye sjokk kan være redusert. Erfaringene har imidlertid også vist at realøkonomien synes å være relativt robust overfor store svingninger i både renter og valutakurser, og også overfor betydelig prisfall på verdipapirer.

De kraftige utslagene vi har sett i aksjekurser, renter og valutakurser etter oljeprisøkningen, trenger derfor ikke nødvendigvis å få særlig store realøkonomiske effekter. Foreløpig synes det heller ikke å ha oppstått vesentlige problemer i de finansielle markedene. På den annen side er nok de sterke utslagene i finansmarkedene et tegn på at usikkerheten om den fremtidige økonomiske utvikling har økt. Større usikkerhet kan i seg selv bidra til å dempe den økonomiske veksten gjennom for eksempel lavere investeringsvilje. Bekymringene med hensyn til stabiliteten i de finansielle markeder er dessuten neppe blitt mindre etter at Gulf-krisen oppstod.

Likviditetspolitikk

Hva vil vi med likviditetspolitikken?

Som for mange andre små land med stor utenrikshandel, er det et sentralt mål i norsk pengepolitikk å holde valutakursen stabil. I Nasjonalbudsjettet er det imidlertid også stilt opp andre oppgaver for pengepolitikken. Renten skal vurderes løpende ut fra utviklingen i innenlandsk etterspørsel og produksjon, pris- og kostnadsutviklingen og utviklingen i private og kommuners låneopptak. Det er også satt opp en målsone for kredittveksten fra innenlandske kilder på 5-9 prosent for inneværende år. Disse andre hensynene er imidlertid underordnet utviklingen i valutamarkedet.

De internasjonale finansmarkeder er de senere år knyttet nærmere sammen, og valutareguleringen er etterhvert avviklet også her i Norge. Dette har ført til at endrede forventninger om renter og valutakurser kan utløse store kapitalbevegelser. For å stabilisere valutakursutviklingen, er det derfor etterhvert blitt nødvendig å benytte renten aktivt for å påvirke kapitalstrømmene. De norske rentene er på denne måten blitt knyttet tettere til den internasjonale renteutviklingen. Dess mer følsomme kapitalbevegelsene er overfor renteendringer, dess mindre spillerom har myndighetene for å bruke det innenlandske rentenivået som virkemiddel for å påvirke innenlandsk etterspørsel. Utviklingen i valutamarkedet etter økningen i oljeprisen i begynnelsen av august, som er omtalt i kapittel 1, viser at kapitalmobiliteten over landegrensene er høy.

Det er sentralbankens oppgave å gjennomføre de tiltak som må til for å realisere de pengepolitiske mål. En av sentralbankens viktigste virkemidler i denne sammenheng er å styre pengemarkedets tilgang på likvide midler. Gjennom dette påvirkes rentene i pengemarkedet. Er tilgangen på midler rikelig, for eksempel fordi Norges Bank øker sitt tilbud av lån til bankene, vil rentene i pengemarkedet falle. Når rentene faller, blir det mindre lønnsomt å holde fordringer i norske kroner, noe som vil kunne føre til kapitalutgang og svakere krone. Dermed må Norges Bank selge valuta for å stabilisere kronekursen. Valutaintervensjonene inndrar likviditet, og renten presses oppover igjen. På denne måten kan vi si at overskuddstilbud av likviditet vil lekke ut av landet. Tilsvarende vil knapphet på likviditet eller forventninger om strammere likviditet, bidra til å presse rentenivået oppover. Høyere rente vil tiltrekke kapital fra utlandet, og de kapitalstrømmene som derved oppstår, bidrar til å styrke kronekursen. Norges Bank vil da intervenere ved å kjøpe valuta. Disse intervensjonene tilfører kroner og fører til at rentenivået går ned igjen. Forsøk på å føre en stram pengepolitikk vil altså langt på vei kunne bli motvirket av kapitaltilførselen fra utlandet, og virkningen vil hovedsakelig kunne bli at Norges Banks valutareserver øker på bekostning av andre innenlandske sektorers netto valutaposisjon. På tilsvarende måte vil en slakk pengepolitikk resultere i en nedbygging av sentralbankens valutareserver.

En hovedoppgave for sentralbanken i likviditetspolitikken blir dermed å styre tilførselen av likviditet, og de vilkår denne likviditeten tilbys til, på en slik måte at det

danner seg et renteleie i pengemarkedet som bidrar til å stabilisere valutamarkedet.

Utviklingen i virkemiddelbruken

En lav og stabil rente var et hovedmål for kredittpolitikken i etterkrigstiden. Dette gjorde det lønnsomt å låne og mindre lønnsomt å spare, slik at kredittetterspørselen ble større enn tilbudet. Det var derfor nødvendig å rasjonere kredittilførselen. Liberaliseringen av finansmarkedene fra midten av 1980-årene innebar en avvikling av de detaljerte mengdereguleringene, og bruk av mer generelle virkemidler. Det innebar en dreining fra virkemidler som i første rekke påvirket tilbudssiden i kredittmarkedet, over til bruk av instrumenter som påvirket hele den private sektor via renten i pengemarkedet. Dette har gitt likviditetsstyringen en mer sentral plass i pengepolitikken.

I de fleste andre industrialiserte land har en tilsvarende omlegging av pengepolitikken funnet sted tidligere. I land med godt utviklede verdipapirmarkeder, påvirker som oftest sentralbanken likviditeten gjennom ulike former for kjøp og salg av verdipapirer, i første rekke statspapirer. Ordninger som gir bankene adgang til å ta opp lån i sentralbanken brukes etter hvert i mindre utstrekning som instrument i likviditetsstyringen. Der slike ordninger brukes, betales gjerne stigende rente ved økende opplåning eller lånerenten er knyttet direkte til renteutviklingen i pengemarkedet. Et sentralt trekk er dessuten at sentralbankene legger vekt på å ha sikkerhet for sine utlån.

Bankenes låneadgang i Norges Bank var i første halvdel av 1980-tallet basert på en ordning med lånetransjer og stigende rente. Lånebehovet ble tilpasset slik at bankene gjennomgående lå i øverste transje, som ble bestemmende for pengemarkedsrentene. Siden opplåningen i de nederste transjene hadde lavere rente, innebar ordningen en subsidiering av bankene. Samtidig var bankene pålagt reservekrav som innebar at de måtte plassere penger i lavt forrentede statskasseveksler. Etableringen av sertifikatmarkedet og opphevelsen av renteregulerinngen i 1985 la grunnlag for bedre forbindelseslinjer mellom pengemarkedet og andre deler av finansmarkedene. Forholdene ble således lagt bedre til rette for en mer effektiv likviditetspolitikk.

Vårt nåværende system for likviditetsstyring ble utformet i denne perioden. Et utgangspunkt var at direkte lån til bankene ikke skulle ha noen fremtredende plass i et markedsorientert kredittsystem. Bankenes lånebehov i Norges Bank var den gang beskjedent, og låneadgangen kunne blant annet begrunnes med bankenes oppgaver i betalingsformidlingen. Lån i sentralbanken var tenkt å være en helt marginal innlånskilde for bankene. Overskuddslikviditet kunne plasseres i statssertifikater. Markedets behov for kronelikviditet varierer sterkt gjennom året, blant annet som følge av periodiske innbetalinger av skatt. Sesongvariasjonene i markedets likviditetsbehov var tenkt å skulle utjevnes gjennom markedsoperasjoner, i første rekke ved Norges Banks handel med statssertifikater.

Den dramatiske svekkelsen av norsk utenriksøkonomi vinteren 1985/1986 ble ledsaget av stor utgang av kapital. I samsvar med de retningslinjer som da gjaldt for pengemarkedsrentene, ble ikke renten økt for å demme opp for spekulasjonene mot kronen. Dette innebar at Norges Bank måtte intervenere i valutamarkedet for å støtte kronen. Disse intervensjonene inndrog likviditet, og for å holde det fastlagte rentenivå måtte Norges Bank tilføre likviditet gjennom lån til bankene. På denne måten ble kapitalutgangen finansiert ved lån i Norges Bank. I løpet av få måneder var sentralbankfinansieringen økt med 60 milliarder kroner.

De instrumenter som var tenkt benyttet i likviditetsstyringen, var ikke tilpasset et slikt lånebehov. I første omgang ble det tilført likviditet i form av gjenkjøpsavtaler i statsobligasjoner. Bankenes beholdninger av slike obligasjoner var imidlertid ikke til-

strekkelig fordi de også skulle nyttes til å tilfredsstille likviditetskravet i bankloven. Gjenkjøpsavtalene måtte derfor gradvis avvikles, og slike avtaler har ikke vært benyttet siden sommeren 1987. Tilførselen skjedde i stedet i økende grad ved direkte opplåning i sentralbanken, og det ble nødvendig med kraftige utvidelser av bankenes automatiske låneadgang. Samtidig ble transjesystemet opphevet, slik at siden mars 1986 har det vært en dagslånsadgang med bare en transje. Renten på dagslånene er administrativt bestemt og kan endres med umiddelbar virkning. Dagslånene finansierte etterhvert mer enn 10 prosent av bankenes samlede forvaltningskapital, og bankenes inntjening ble sterkt påvirket av endringer i dagslånsrenten. Ut fra valutastabiliseringshensyn ble det imidlertid antatt at det først og fremst var de marginale lånekostnader det var nødvendig å kunne påvirke, og at dette kunne ivaretas med en mer beskjeden størrelse på dagslånene. For å skjerme bankenes innlånskostnader mot kortsiktige svingninger i pengemarkedsrentene, ble derfor ordningen med fastrentelån (F-lån) innført sommeren 1987. Løpetiden for slike lån er 3-12 måneder, og renten ligger fast i hele lånets løpetid. Lånene legges ut ved auksjon. Muligheten til å bruke statssertifikatmarkedet i likviditetsstyringen falt bort, fordi en oppbygging av privat sektors beholdninger av slike papirer ville måtte bli finansiert ved en ytterligere økning i sentralbankutlånene. Norges Banks markedsoperasjoner gjennomføres i stedet i banksertfikatmarkedet og valutaswapmarkedet.

Hvor effektiv er dagens likviditetpolitikk?

Likviditetspolitikken må først og fremst vurderes ut fra dens effektivitet i valutakursstyringen. Store aktører som vurderer om de skal holde sine likvide fordringer i norske kroner eller i valuta, vil ofte velge ulike former for pengemarkedsinstrumenter. Rentenivået i pengemarkedet får derfor stor betydning for kapitalstrømmene inn og ut av landet. Norges Bank kan påvirke pengemarkedsrentene gjennom bankenes marginale lånekostnad når bankene er i låneposisjon, og gjennom den marginale plasseringsrente når det er overskuddslikviditet i banksystemet. Likviditetspolitikkens effektivitet avhenger av hvor raskt Norges Banks rentesignaler brer seg til alle deler av pengemarkedet. Dette forutsetter blant annet at pengemarkedet fungerer godt.

Så lenge banksystemet har behov for dagslån, og det er god plass under lånerammen, vil rentene i et pengemarked som fungerer rimelig godt, falle ned mot dagslånsrenten, i hvert fall for plasseringer som forfaller innenfor låneperiodens slutt. Forventninger om endringer i dagslånsrenten vil imidlertid kunne føre til avvik mellom markedsrentene og dagslånsrenten. Usikkerhet om hvorvidt rammene er store nok, vil dessuten kunne få markedsrentene til å stige. Når Norges Bank offentliggjør likviditetsopplegget for den kommende låneperiode, er det bare størrelsen på dagslånsrammen og F-lånene som gjøres kjent for markedsaktørene. Norges Banks prognoser for likviditetsutviklingen og strategien for bruk av markedsinstrumenter i likviditetsstyringen blir ikke offentliggjort. Det skyldes blant annet at slik informasjon kan binde opp sentralbanken til å gjennomføre et opplegg som etter hvert viser seg ikke å være hensiktsmessig for eksempel ut fra utviklingen i valutamarkedet. Norges Bank offentliggjør imidlertid løpende likviditetsstatistikk som, med noen dagers etterslep, gir aktørene informasjon om utviklingen i de ulike likviditetspåvirkende komponenter og i den samlede sentralbankfinansieringen. I tillegg til bankforeningene er det antagelig bare de største bankene som har ressurser til å overvåke likviditetsutviklingen i pengemarkedet og lage egne prognoser.

Usikkerhet om hvor stramt likviditetsopplegget er og forventninger om renteoppgang, kan altså bidra til at rentene i pengemarkedet blir liggende høyere enn det myndighetene har lagt opp til. Hvis en slik

renteoppgang fører til sterkere krone, vil Norges Banks intervensjoner i valutamarkedet tilføre ytterligere likviditet. Dette vil markedet snart få informasjon om, og pengemarkedsrentene vil falle ned mot D-lånsrenten etter hvert som markedets oppfatning av likviditetssituasjonen endres. Om nødvendig kan også Norges Bank gjøre sin vurdering av likviditetsbildet kjent.

Rommelig likviditet vil ofte ha sammenheng med kapitalinngang fra utlandet, slik at kronen appresierer og Norges Bank intervenerer i valutamarkedet for å holde kursindeksen stabil. En rommelig likviditetssituasjon kan imidlertid også skyldes at tilførselen fra statens konti er større enn det Norges Bank forutsatte i den prognosen som lå til grunn for likviditetsopplegget. Bankene vil da ha behov for en mindre del enn ventet av den tildelte lånerammen, og mot slutten av låneperioden vil fortsatt store deler av rammen være tilgjengelig. Om det i denne situasjon skulle være nødvendig å heve rentenivået for å stabilisere valutamarkedet, må overskuddstilbudet av likviditet trekkes inn gjennom operasjoner i pengemarkedsinstrumenter. Som følge av den lange låneperioden for dagslån, kan det i en slik likviditetssituasjon være nødvendig å inndra meget store beløp de siste dagene av låneperioden.

Dersom bankenes lånebehov overstiger tildelte F-lån og dagslån, vil Norges Bank tilføre likviditet gjennom banksertifikater og valutaswapper, forutsatt at utviklingen i valutamarkedet tillater dette. Dagslånsrenten vil i en slik situasjon danne et gulv for de helt korte pengemarkedsrentene, og sentralbankens operasjoner i penge- og valutamarkedet vil slå relativt raskt igjennom i markedsrentene. Det vil da være lånevolumet, og ikke nivået på dagslånsrenten, som styrer utviklingen i pengemarkedsrentene.

Gjennomslaget av sentralbankens operasjoner er antakelig størst i store, likvide markeder med effektiv konkurranse. Da veltes rentene raskt over i alle deler av pengemarkedet. Fortsatt er det imperfeksjoner i det norske pengemarkedet, og i deler av markedet er det bare de største bankene som er aktive. Da sertifikatene ble innført i 1985, håpet myndighetene at de for en stor del skulle erstatte andre pengemarkedsinstrumenter. Gjennom standardiserte plasseringsformer skulle pengemarkedet bli mer oversiktlig, og det ville bli vanskeligere å diskriminere mellom kunder. Banksertifikatmarkedet er imidlertid fortsatt preget av å være et marked mellom sentralbanken og bankene, og sertifikatene har i liten grad erstattet særinnskudd fra kunder som finansieringskilde for bankene. Derimot er Norges Bank en meget stor investor i banksertifikatmarkedet, og sentralbankens beholdninger har i perioder representert 80-90 prosent av utestående volum. Norges Bank handler banksertifikater bare med banker som stiller priser på skjermbaserte informasjonssystemer. I praksis begrenser dette antall utstedere til 10-15. Transaksjonene skjer i hovedsak ved direkte kontakt mellom den utstedende bank og sentralbanken, og ikke gjennom operasjoner i et stort og likvid annenhåndsmarked. Dette kan begrense effekten over på øvrige pengemarkedsrenter ved operasjoner i banksertifikatmarkedet. Det har også i perioder vært tegn til at bankene har vært litt sene med å oppdatere prisene i henhold til den løpende markedsutviklingen. Det kan skyldes at bankene ikke har god nok oversikt over likviditetsbildet, eller at de ønsker å skjerme sine innlånskostnader. Selv om de tre-fire største bankene har en dominerende markedsposisjon, er aktiviteten i det norske valutaswapmarkedet langt større, og sentralbankens bruk av valutaswapper synes å ha sterkere og raskere utslag på markedsrenten.

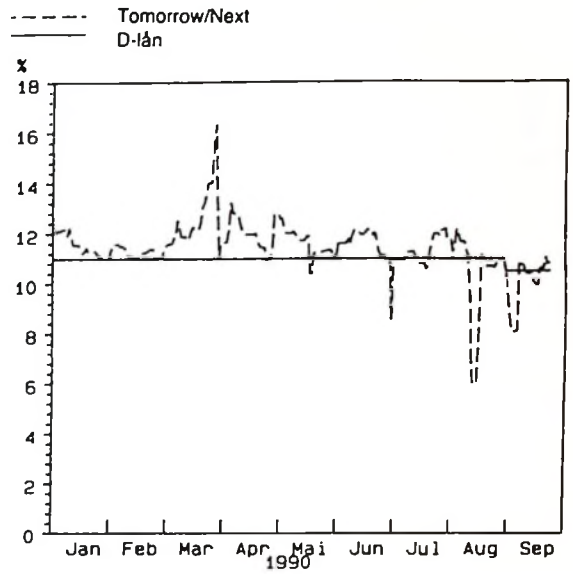
I en situasjon med overskuddslikviditet i dagsmarkedet, det vil si at bankene ikke har behov for å trekke på sin dagslånsadgang, vil renten kunne falle under dagslånsrenten. I dag er statskasseveksler det eneste plasseringsalternativ av én dags varighet for banksystemet. Den effektive renten på én dags

plasseringer i statskasseveksler vil være i overkant av 4 prosent. Dersom situasjonen med overskuddslikviditet ventes å vedvare en viss periode, vil bankene kunne plassere overskuddslikviditet i statssertifikater. Statssertifikatrenten vil da bestemme pengemarkedsrentene. Også i en slik situasjon vil det være mulig å føre en effektiv likviditetspolitikk. Sentralbankens intervensjoner vil kunne påvirke statspapirrenten i annenhåndsmarkedet, og ved inndragning av likviditet vil bankene dessuten etter hvert komme i låneposisjon.

Tidligere var interbankmarkedet en viktig del av pengemarkedet, der bankene ved å flytte penger seg imellom kunne jevne ut svingninger i sin likviditet. Slike svingninger kan oppstå som følge av kundetransaksjoner. Dersom en stor kunde skal utbetale et betydelig beløp en bestemt dag, vil banken ofte ikke ha tilstrekkelige midler tilgjengelig. Den må da låne i Norges Bank eller av banker som ønsker å plassere overskuddslikviditet i interbankmarkedet. Gjennom flere år med omfattende dagslånsadgang i sentralbanken, har den enkelte bank kunnet trekke på sin foliokonto i Norges Bank når den har hatt behov for kronelikviditet. Det har heller ikke vært banker som har hatt overskuddslikviditet å plassere. Dette har begrenset aktiviteten i interbankmarkedet. Hvis den automatiske låneadgangen etter hvert reduseres, øker samtidig behovet for et aktivt interbankmarked.

Med et interbankmarked som fungerer tilfredsstillende, ville det være tilstrekkelig at banksystemet samlet bare så vidt er i dagslånsposisjon i Norges Bank for at pengemarkedsrentene skal holde seg på nivå med dagslånsrenten. I august 1990 observerte vi imidlertid at de helt korte rentene enkelte dager falt ned mot 4-5 prosent samtidig som det ble tatt opp dagslån. Det innebærer at noen banker lånte i Norges Bank til 11 prosent rente i stedet for å betale 4-5 prosent rente for lån fra de bankene som hadde plasseringsbehov. De marginale inn-

Figur 2.1 Effektive renter i pengemarkedet.



Kilde: Norges Bank.

lånskostnader varierte derfor sterkt mellom bankene, og et interbankmarked som fungerer bedre, vil kunne bidra til å styrke bankenes inntjening. Figur 2.1 viser utviklingen i dagsrenten i pengemarkedet (tomorrow/next) og renten på dagslån i Norges Bank i 1990.

Svingninger i rentene i dagsmarkedet betyr antagelig lite for utviklingen i valutamarkedet. Slike kortsiktige rentefluktuasjoner smitter sjelden over på de noe lengre rentene, og betyr derfor heller ikke noe for den realøkonomiske utvikling. Gjennom interbankmarkedet vil forskjeller i bankenes marginale innlånskostnader jevnes ut, og dette markedet sikrer dermed at renteimpulser får raskt og effektivt gjennomslag. Dermed er interbankmarkedet også nødvendig for å kunne forutsi virkningen på de korteste rentene av sentralbankens operasjoner når dagslånsadgangen er en marginal innlånskilde for bankene. Dersom omfordelingen av likviditet mellom bankene ikke fungerer tilfredsstillende, kan Norges Bank legge inn en skjønnsmessig buffer i likviditetsopplegget for å dempe svingningene i de helt korte rentene. Et bedre utviklet interbankmarked vil legge grunnlag for en mer

presis likviditetsstyring på litt lengre sikt, og redusere behovet for likviditetsregulerende transaksjoner fra sentralbankens side.

Utviklingen fremover

Norges Bank har siden høsten 1989 vurdert endringer i bruken av instrumenter i likviditetspolitikken. Siktemålet har vært å redusere en del uheldige sider ved dagens system og styrke likviditetspolitikkens effektivitet. Som ledd i omleggingen er det i inneværende år skjedd en forskyvning i retning av reduserte D-lån og større andel F-lån. Figur 2.2 viser sammensetningen av sentralbankfinansieringen i 1990. Figuren viser at F-lånsandelen har økt fra 36 prosent i januar til 72 prosent i august. Dessuten reguleres likviditeten nå mer aktivt gjennom operasjoner i banksertifikatmarkedet og valutaswapmarkedet. Det betyr at en større del av sentralbankfinansieringen tilbys til markedsbestemte vilkår. Fordelen ved å låne i Norges Bank er dermed blitt mindre. Mindre dagslånsadgang er også motivert ut fra ønsket om å stimulere utviklingen av interbankmarkedet.

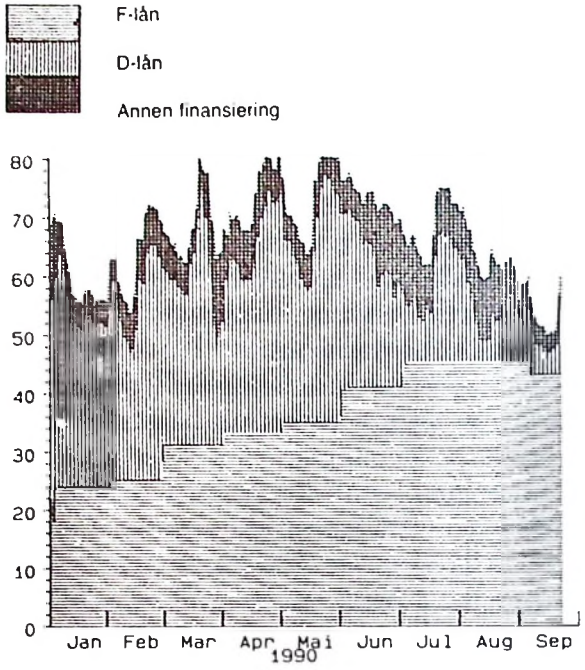
Norges Bank tar også sikte på endre utformingen av bankenes låneadgang. Et utkast til nye forskrifter for låneadgangen ble sendt ut til høring i sommer. En rekke av forslagene vil bidra til å bringe oss mer på linje med andre lands sentralbanker når det gjelder å ta hensyn til sikkerheten på utlån. Norges Bank bør på best mulig måte ivareta sin rolle som en stor kreditor overfor bankvesenet — fordi en passiv kreditor ikke gir debitor tilstrekkelige incentiver til å unngå risikable engasjementer. Samtidig må ikke dette føre til at sentralbankens ansvar som «lender of last resort» blir større.

Forskriftene foreslås endret på følgende punkter:

a) Ansvarlig kapital foreslås som beregningsgrunnlag for dagslån. Som kreditor anser Norges Bank en banks soliditet som et bedre grunnlag for tildeling av lån enn dens størrelse. Det foreslås dessuten at beregningsgrunnlaget oppdateres hvert kvartal, slik at siste dag i hvert kvartal benyttes som stikkdato. Dermed justeres fordelingsnøklene for tildeling av dagslån med visse mellomrom ettersom forholdet mellom de enkelte bankers ansvarlige kapital endrer seg.

b) Låneperioden for dagslån foreslås redusert til 14 dager. I dag er låneperioden en kalendermåned, og den enkelte bank disponerer lånerammen fritt innenfor måneden. Det innebærer at banken selv bestemmer hvor store lån den skal ta opp daglig, forutsatt at summen av de daglige lånene i en kalendermåned ikke overstiger periodens låneramme. Med dagens ordning vil sentralbankens markedsoperasjoner kunne ha større konsekvens for utnyttingsgrad og likviditetsstramhet jo tidligere i perioden operasjonen finner sted. Dette trekker i retning av en kortere låneperiode.

Figur 2.2 Sentralbankfinansiering av pengemarkedet. Milliarder kroner.



Kilde: Norges Bank.

I samme retning trekker hensynet til den kredittrisiko som Norges Bank påtar seg gjennom dagslånsordningen. Lange låneperioder øker potensialet for store daglige låneopptak dersom låneopptakene konsentreres om få dager. Kortere låneperiode kombinert med mindre lånerammer, vil dessuten kunne stimulere utviklingen av de korte pengemarkeder.

c) Det foreslås å innføre rente på bankenes innskudd i Norges Bank. Slike innskudd gir i dag ingen rente. På grunn av den store dagslånsadgangen har heller ikke dette vært noe påtrengende problem. Med vesentlig mindre dagslånsadgang øker muligheten for at bankene av og til vil ha innskudd på sine foliokonti. Renter på slike innskudd vil bidra til å begrense svingningene i de helt korte rentene. Innskuddsrenten må imidlertid ikke være så høy at den enkelte bank plasserer overskuddslikviditet i sentralbanken i stedet for i markedet. For å stimulere utviklingen av interbankmarkedet, er det antagelig nødvendig å starte opp med en relativt lav innskuddsrente i sentralbanken. Det er foreslått en rentesats som ligger 2 prosentpoeng under den til enhver tid gjeldende dagslånsrente.

d) Maksimalrammene for den enkelte banks opptak av F-lån foreslås redusert. Ved F-lånsauksjoner kan banker med svak soliditet og anstrengt likviditet være villige til å tilby en høyere rente enn mer solide aktører, men rentebudet kan likevel ligge lavere enn den rente som de hadde måttet betale for tilsvarende lån i markedet. I løpet av de to siste årene er det derfor gradvis innført øvre grenser for hver enkelt banks samlede F-lån.

Det foreslås at maksimalrammene reduseres fra 300 til 250 prosent av ansvarlig kapital for forretningsbanker og fra 350 til 275 prosent for sparebanker. Det innebærer en tilnærming i F-lånsbegrensningene mellom forretningsbanker og sparebanker. Denne tilnærmingen vil fortsette. Den enkelte banks samlede F-lån skal heller ikke overstige 20 prosent av forvaltningskapitalen. For lån som har lengre løpetid enn 12 måneder foreslås det maksimalgrenser tilsvarende 100 prosent av ansvarlig kapital og 10 prosent av forvaltningskapitalen.

e) Det foreslås delvis sikkerhet for F-lån. Det er vanlig at sentralbanker i andre land krever sikkerhet for sine utlån til bankene. Sikkerhet stilles ofte i form av deponerte verdipapirer utstedt av staten. Slik var det også i Norge tidligere. Det er imidlertid for tiden ikke realistisk å kreve full sikkerhet nå på grunn av opplåningens størrelse.

Statens finansielle stilling har vært god de senere år, og derfor er det norske statsobligasjonsmarkedet av begrenset størrelse. Store deler av bankenes statspapirbeholdninger benyttes dessuten til å oppfylle banklovens likviditetskrav. Norges Bank må derfor eventuelt også akseptere andre typer verdipapirer som sikkerhetsstillelse.

Det foreslås at låntaker må stille sikkerhet tilsvarende 10 prosent av bankens samlede F-lån i form av pantsetting av verdipapirkonto i VPS. I tillegg til stats- og statsgaranterte verdipapirer, er det foreslått at kommunale obligasjoner og kredittforetaksobligasjoner kan aksepteres som sikkerhet.

Høringsfristen er nå ute, og i lys av de avgitte uttalelser vil forslagene bli vurdert på ny. De nye forskriftene vil trolig gjelde fra sent på høsten.

Norges Banks instrumenter i likviditetspolitikken

Norges Bank gir tre typer lån til bankene: Dagslån (D-lån), fastrentelån (F-lån) og særlån (S-lån). Blant sentralbankens øvrige instrumenter er operasjoner i banksertifikater og valutaswapper.

Dagslån

Dagslånadgangen fastsettes for en måned av gangen. Lånerammen fastsettes på grunnlag av Norges Banks prognoser over pengemarkedets behov for likviditet i låneperioden. Lånerammen fordeles på de enkelte banker ut fra et beregningsgrunnlag, som er lik bankenes forvaltningskapital fratrukket dagslån. I august 1990 var lånerammen 50 prosent av beregningsgrunnlaget. Det innebærer at bankene samlet kunne låne gjennomsnittlig 10 milliarder kroner pr dag i august. Den enkelte bank kan imidlertid selv bestemme hvordan lånerammen disponeres innenfor måneden. Forretningsbankene benyttet nær halvparten og sparebankene to tredeler av sin låneramme i august. Renten på dagslån fastsettes av Norges Bank og kan endres med øyeblikkelig virkning.

Fastrentelån

Fastrentelånene har fast rente i hele lånets løpetid. Inntil nå har løpetiden vært fra 3 til 12 måneder. Den senere tid er fastrentelånene fordelt ved ordinær auksjon. Det innebærer at bankene legger inn bud hvor de spesifiserer hvor mye de ønsker å låne og hvilken rente de er villige til å betale. Lånene tildeles de bankene som har budt høyest rente, og bankene må betale den renten de har budt. I august 1990 var de samlede fastrentelån 45 milliarder kroner.

Særlån

S-lånene er en del av sentralbankfinansieringen uten å være virkemiddel i likviditetsstyringen. Låneordningen er nær knyttet til Norges Banks oppgave som «lender of last resort», som innebærer at Norges Bank har ansvar for stabiliteten i det finansielle system. S-lån kan innvilges i forbindelse med en bestemt akutt situasjon i en bank. Når det ytes S-lån, kan det stilles betingelser om driften av banken. Vanligvis gis S-lån til samme rente som gjelder for dagslånene.

Banksertifikater

Banksertifikater er verdipapirer med kortere løpetid enn 12 måneder som utstedes av banker. Når Norges Bank kjøper banksertifikater tilføres det likviditet til banksystemet. På samme måte inndras likviditet når Norges Banks beholdning av banksertfikater reduseres, enten fordi enkelte sertfikater forfaller eller selges. Norges Bank kjøper bare sertifikater utstedt av banker som stiller priser på skjermbaserte informasjonssystemer. Norges Banks gjennomsnittsbeholdning av banksertifikater var i august 5,5 milliarder kroner.

Valutaswapper

I valutaswapmarkedet kan bankene skaffe seg norske kroner mot å selge valuta til markedskurs. Samtidig inngås en avtale om å kjøpe valutaen tilbake på et senere tidspunkt til en bestemt kurs. Denne avtalte kursen bestemmes av pengemarkedsrenten og den tilsvarende rente på den aktuelle valutaen. Ved en slik byttehandel med valuta er det ingen valutakursrisiko knyttet til transaksjonen. Norges Bank kan tilføre likviditet til banksystemet ved å være motpart i en slik avtale. Valutaswapmarkedet kan selvsagt også benyttes til å inndra likviditet fra banksystemet ved at transaksjonen går motsatt vei.

Utviklinga i penge-, og kapital og valutamarknadane

Dei internasjonale penge-, kapital- og valutamarknadene

Juni månad var prega av relativt stabile kursar på hovudvalutaene. Unntaket var pund sterling som viste ei markert appresiering. Kursauken heldt fram dei tre fyrste vekene av juli, men pundet svekka seg noko mot slutten av månaden. Samla steig pundet, målt mot tyske mark, frå 2,84 i byrjinga av juni til 2,96 i slutten av juli. Ein stram pengepolitikk og spekulasjonar om at pundet snart blir tilknytta valutakurssamarbeidet ERM har vore nemnt som moglege årsaker til kursauken.

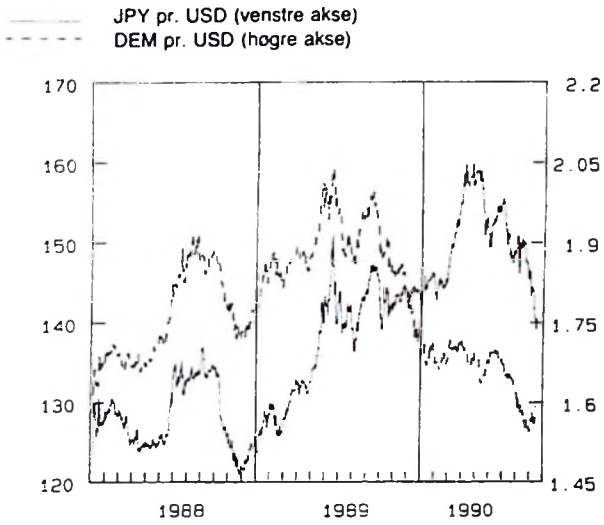
Kursen på amerikanske dollar mot tyske mark låg i fyrste halvdel av juni relativt stabilt kring 1,69, men fall deretter markert og låg i slutten av juli på vel 1,60 som var det lågaste nivået sidan januar 1988. Kursfallet kan mellom anna ha hatt samanheng med ein forventa reduksjon i det amerikanske rentenivået.

Kursen på japanske yen blei svekka gjennom juni i høve til dei andre hovudvalutaene. I juli svekka yen seg ytterlegare i høve til pund, men styrka seg i høve til dollar.

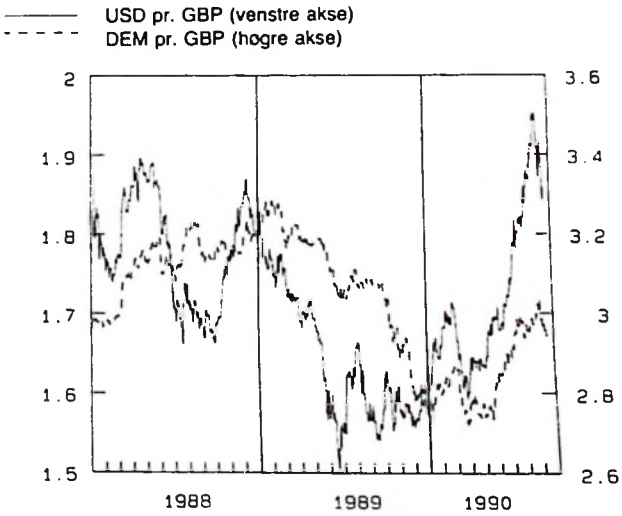
Trass i at tyske mark styrka seg mot både japanske yen og amerikanske dollar, har DEM heile tida vore blant dei svakaste valutaene innanfor kursmekanismen i EMS. Spanske pesetas har ligge på topp innanfor kursmekanismen.

Etter at Gulfkrisa starta, blei kursendringane mellom hovudvalutaene forsterka. Dollaren svekka seg overfor alle hovudvalutaene, medan pundet blei sterkare. I siste veka av august og dei to fyrste vekene av september blei kursjusteringane i høve til utgangen av juli modererte, samstundes

Figur 3.1 Kursutviklinga for hovedvalutaene. Januar 1988 — september 1990.



Kjelde: Noregs Bank.



Kjelde: Noregs Bank.

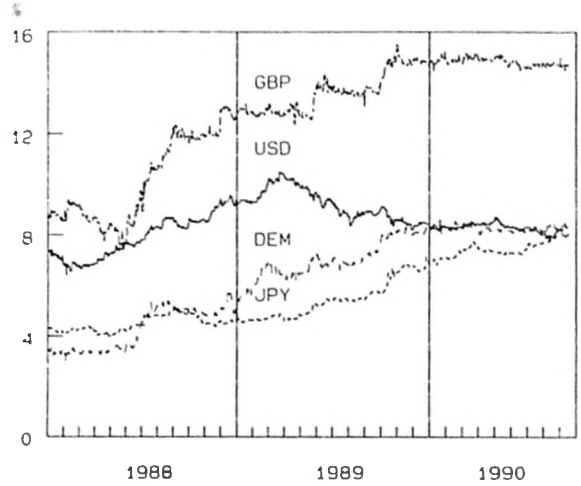
som japanske yen viste ei markert appresiering. Frå utgangen av juli til midten av september gjekk kursen på USD målt mot tyske mark ned frå DEM 1,60 til 1,59. Målt mot japanske yen gjekk dollaren ned frå JPY 146,8 til JPY 138,1, medan kursen i høve til pund låg uendra på GBP 0,54. Krysskursen JPY/DEM har i same tidsrom gått ned frå 91,8 til 86,8 .

Renteutviklinga. Tremånadarsrentene heldt seg stabile i juni og juli med ein stigande trend for JPY og ein svakt fallande trend for USD. Bortsett frå GBP har rentene stige i august. Renteauken har blitt noko dempa sist i månaden og i byrjinga av september, med unntak av den japanske korte renta som har fortsatt å stige. I midten av september låg den effektive tremånadarsrenta for USD, DEM, GBP, og JPY på respektivt 8,1, 8,4, 14,6 og 8,4 prosent, mot respektivt 8,3, 8,1, 14,9 og 7,3 prosent i byrjinga av juni.

Utviklinga i dei langsiktige internasjonale rentene er paralell med utviklinga i dei korte rentene. I Japan har den effektive renta på obligasjonar med 10 års løpetid stige frå 7,1 prosent fyrst i juni til 8,4 prosent i midten av september. Dei lange rentene i Tyskland, Storbritannia og USA viste ein negativ tendens i juli, men også dei har stige i august. Renteauken har blitt noko dempa sist i månaden og i byrjinga av september. I midten av september var den lange renta 9,1 prosent i Tyskland, 12,4 prosent i Storbritannia og 9,0 prosent i USA.

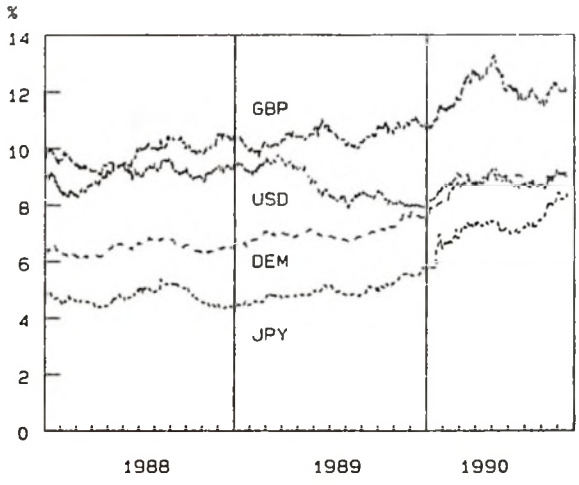
Internasjonale kapitalmarknader. Dei internasjonale låneopptaka var i månadane mars, april og mai lågare enn dei var i same periode i fjor. (Sjå tabell 3.3.) Ein særleg stor nedgang ser ein i nyutskrivingar av obligasjonar. Samla bankutlån var derimot større i tremånadarsperioden frå mars til mai 1990 enn dei var i same periode året før. OECD-landa har i dei siste åra lånt over 80 prosent av dei samla internasjonale låna. (Sjå tabell 3.4.) Av OECD-landa er

Figur 3.2 Internasjonale rentesatsar for kortsiktige plasseringar (3 månaders eurorente). Nominell rente, prosent p.a. Januar 1988 — september 1990.



Kjelde: Noregs Bank.

Figur 3.3 Internasjonale rentesatsar for langsiktige plasseringar (10 års statsobligasjonear). Nominell rente, prosent p.a. januar 1988 — september 1990.



Kjelde: Noregs Bank.

det USA, Storbritannia og Japan som har lånt mest. Utviklingslanda har auka sin andel av samla internasjonale låneopptak frå 3,5 prosent i tremånadarsperioden frå mars til mai 1989, til 6,5 prosent i same tremånadarsperiode i 1990. Landa i Aust-Europa har over same tidsrom redusert sin andel av samla opplåning.

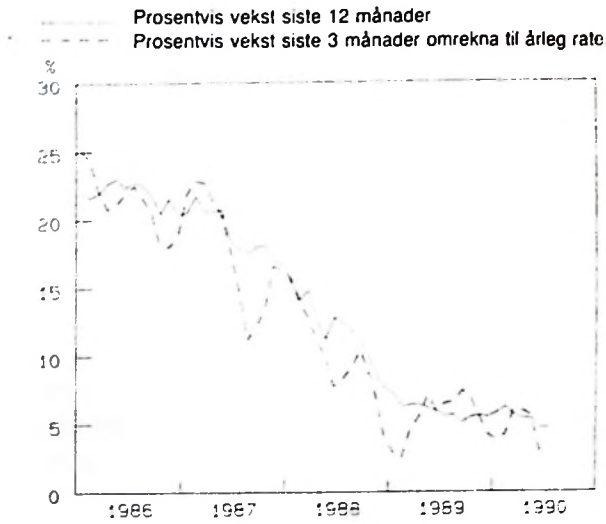
Penge-, kreditt- og valutatilhøva i Noreg

Kredittilførsla. Tolvmånadarsveksten i samla kreditt tilført frå innanlandske kjelder til næringsliv, hushald og kommunar var ved utgangen av mai 5,4 prosent, det same som månaden før. Ved utgangen av juni og juli var veksten 4,7 prosent, jf figur 3.4. Den underliggande veksttakten, definert som prosentvis vekst siste tre månadar omrekna til årleg rate, gjekk ned med 0,2 prosentpoeng i mai, og var ved utgangen av månaden på 5,6 prosent. Den underliggande veksttakten i slutten av juni var 3,0 prosent og i juli 3,2 prosent.

Publikums bruttogjeld til utlandet auka med 11,3 prosent dei siste tolv månadane fram til utgangen av april mot 11,7 prosent månaden før. Ved utgangen av mai var veksttakten redusert til 9,8 prosent. Kreditt frå utlandet stod for 37,9 prosent av veksten i samla kreditt til publikum i denne perioden. Publikums brutto gjeld til utlandet aukar forsatt relativt sterkare enn kreditt tilført frå innanlandske kjelder, men forskjellen i veksttakt er blitt mindre dei siste månadane. Veksttakten i publikums samla gjeld var ved utgangen av mai på 6,5 prosent. Dette er 0,4 prosentpoeng lågare enn månaden før og 0,6 prosentpoeng lågare enn veksttakten ved utgangen av mars.

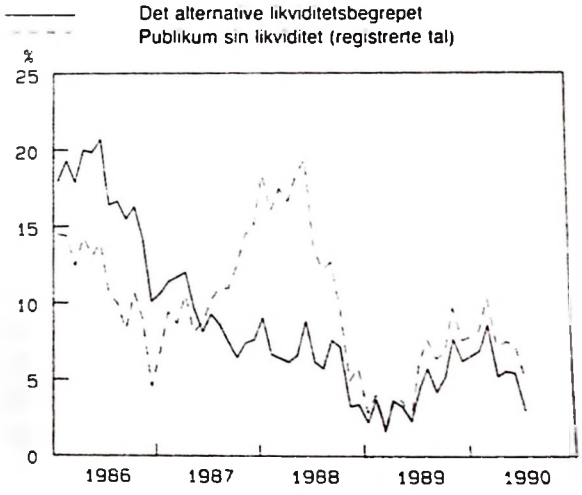
Likviditeten til publikum. Den registrerte pengemengda, som i fyrste rekke omfattar publikum sin behaldning av bankinnskot, setlar og mynt, auka med 5,3 prosent dei siste tolv månadane fram til utgangen av juli. Dette er ein reduksjon på 2,1 prosent samanlikna med tolvmånadarsveksten ved ut-

Figur 3.4 Kredittindikatoren, sesongjustert. Januar 1986 — juli 1990.



Kjelde: Noregs Bank.

Figur 3.5 Publikum sin likviditet, (registrerte tal) og det alternative likviditetsbegrepet. Vekst siste 12 månader, prosent p.a. Januar 1986 — juli 1990.



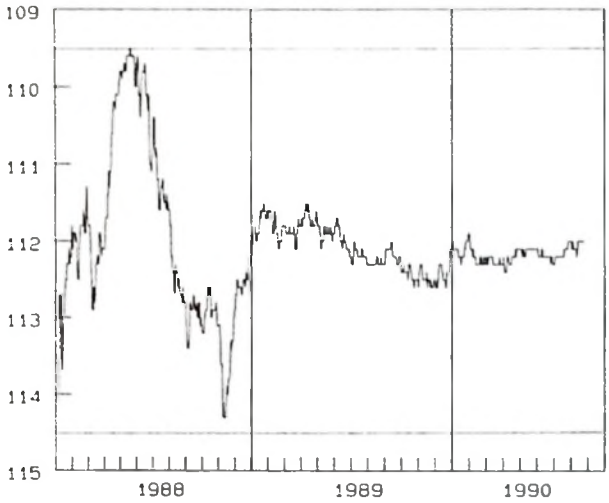
Kjelde: Noregs Bank.

gangen av mai og juni. Den underliggande veksttakten var 7,1 prosent ved utgangen av juli, ein reduksjon på 1,6 prosentpoeng i høve juni og 2,8 prosentpoeng lågare enn i mai. Noregs Bank nyttar også eit alternativt likviditetsomgrep som i tillegg til den registrerte pengemengda, omfattar publikum sine plasseringar i marknadslån og innskot i finansieringsselskap. Også for det alternative likviditetsomgrepet gjekk tolvmånadarsveksten og den underliggande vekstakten ned i løpet av tremånadarsperioden. Tolvmånadarsveksten var i juli 2,9 prosent. Dette er 2,5 prosentpoeng lågare enn i juni og 2,6 prosentpoeng lågare enn i mai. Den underliggande veksttakten var i juli 0,4 prosent, som er 1,3 prosentpoeng lågare enn månaden før og 3,6 prosentpoeng lågare enn i mai.

Valutamarknaden. Den sterke kronekursen i mai fortsatte også inn i juni. Krona viste ein svakare tendens sist i månaden og i dei fyrste vekene av juli. Aukande oljepris frå slutten av juli bidrog til å styrke krona, og denne tendensen heldt fram i august. Gjennomsnittleg kursindeks var i juni 112,14, i juli 112,23 og i august 112,10. Sentralbanken kjøpte valuta i juni for omlag netto 1,2 milliardar kroner og selde valuta i juli for omlag netto 1,3 milliardar kroner. I august var netto kjøp 5,9 milliardar kroner. Noregs Bank har dei fyrste elleve dagane av september kjøpt valuta for netto 0,6 milliardar.

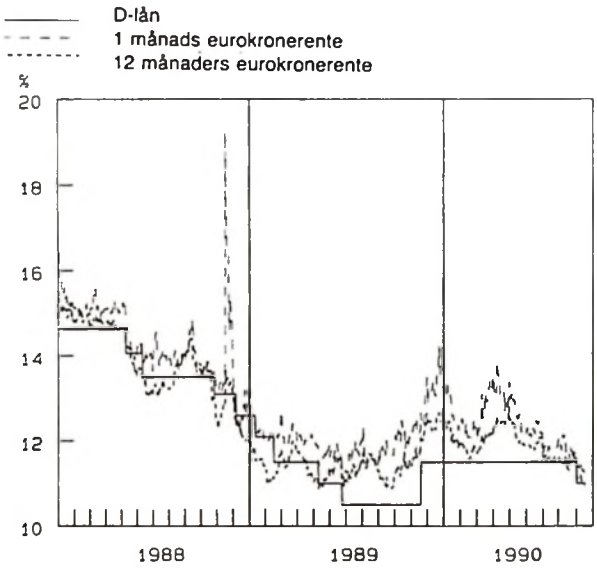
Rentene. Pengemarknadsrentene er lågare i midten av september enn dei var i byrjinga av juni. Dei effektive ein- og tremånadarsrentene har i denne perioden falle med eitt prosentpoeng til 11,2 prosent. Den effektive renta på tolvmånadarsplasseringar fall med 0,6 prosentpoeng til 11,3 prosent. Pengemarknadsrentene har særleg falle etter at Noregs Bank den 27. august sette ned renta på D-lån med eit halvt prosentpoeng til 10,5 prosent. Dette svarar til ei effektiv rente på 11,0 prosent. Einmånadsrenta har i

Figur 3.6 Kursindeksen for norske kroner. (Stigande kurve gir sterkare krone). Januar 1988 — september 1990.



Kjelde: Noregs Bank.

Figur 3.7 Effektive renter i pengemarknaden. Januar 1988 — september 1990.



Kjelde: Noregs Bank.

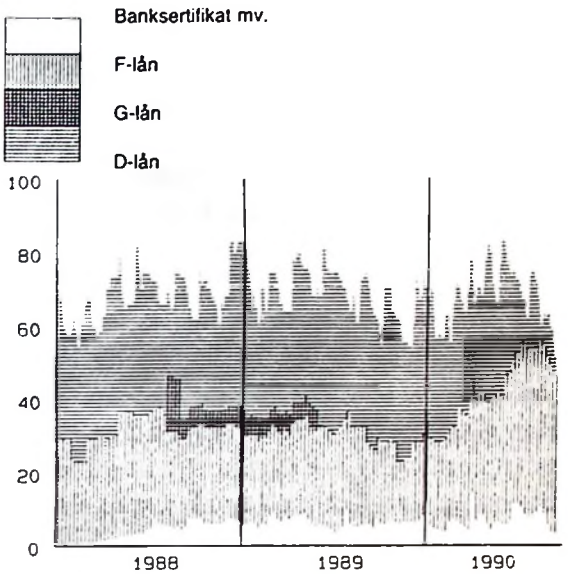
store delar av perioden ligge om lag på same nivå som D-lånsrenta. Etter reduksjonen i D-lånsrenta, har det tilnærma ikkje vore nokon skilnad mellom det kortsiktige rentenivået i Noreg og hjå dei viktigaste handelspartnarane våre. Rentedifferansen i byrjinga av juni var 0,76 prosent. Rentedifferansen har særleg blitt redusert i august.

Verkemiddelbruken. I juni var sentralbankfinansieringa i gjennomsnitt pr dag om lag 73 milliardar kroner. Tilsvarande tal for juli og august var respektivt 70 milliardar og 62 milliardar. F-lån og D-lån har vore dei viktigaste finansieringsformene. Dei siste månadane har bruken av D-lån blitt redusert, medan tilførsla gjennom F-lån, valutaswappar og kjøp av banksertifikat har auka. I juni blei 29 prosent av finansieringa gitt gjennom D-lån, i juli var andelen 18 prosent og i august 11 prosent. Andelen F-lån har auka frå 56 prosent i juni til 64 prosent i juli og 72 prosent i august. Resten av sentralbankfinansieringa har skjedd ved valutaswappar, kjøp av banksertifikat og S-lån. Gjennomsnittleg rente på F-lån med seks månadars løpetid var 12,1 prosent på auksjonen i månadskiftet mai/juni og 11,5 prosent på auksjonen i månadskiftet august/september.

Sertifikatmarknaden. I løpet av mai, juni og juli blei det brutto emitert sertifikat for 30,8 milliardar kroner, mot vel 20 milliardar kroner i same periode ifjor. Av dette var 15 prosent kredittsertifikat, 21 prosent lånesertifikat, 40 prosent banksertifikat og 23 prosent statssertifikat. Til samanlikning representerte statssertifikata 20 prosent og banksertifikata 43 prosent av samla brutto emisjonsvolum i same tidsrom i 1989. Samla utestående sertifikatgjeld var ved utgangen av juli 50,2 milliardar kroner, 0,6 milliardar meir enn på same tidspunkt i 1989.

Den 27. juli blei det lagt ut eit nytt statssertifikatlån. Renta på sertifikatet var på 10,6 prosent, 0,5 prosentpoeng lågare enn ved forrige utlegging i april. Private institusjonar teikna for 50 millionar, Noregs Bank for 500 millionar og Postsparebanken for 900 millionar.

Figur 3.8 Sentralbankfinansiering av pengemarknaden. Behaldningstal. Milliardar kroner. Januar 1988 — september 1990.



Kjelde: Norges Bank.

Obligasjonsmarknaden. I mai, juni og juli blei det brutto emitert obligasjonar for 12,9 milliardar, mot 19,9 milliardar i dei same månadane i 1989. Emisjonsvolumet dei fyrste sju månadane sett under eitt var 35,0 milliardar, 1,7 milliardar lågare enn i same periode ifjor. Utlendingar har i perioden 1. juni til 31. august netto kjøpt VPS-registrerte obligasjonar for 2,5 milliardar kroner. Pr 31. august sat utlendingar med obligasjonar til ein pålydande verdi av 16,2 milliardar kroner. Noregs Bank omsette i juni, juli og august statsobligasjonar for 1,8 milliardar kroner. I juni var netto kjøp 0,5 milliardar kroner og i juli netto sal 0,1 milliardar. I august og dei fyrste elleve dagane av september har Noregs Bank kjøpt statsobligasjonar for netto 0,5 milliardar. Omsetnaden av statsobligasjonar på Oslo Børs var i juni, juli og august 9,1 milliardar. Dei fyrste åtte månadane i år har det blitt om-

sett statsobligasjonar for 22,1 milliardar kroner. Dette er 14,2 milliardar mindre enn i same tidsrom ifjor. Omsetnaden av private obligasjonar på Oslo Børs har hittil i år vore om lag 170 milliardar kroner.

Dei effektive rentene i obligasjonsmarknaden steig mellombels i siste halvdel av juni, men har sidan vist ein fallande tendens. I august har renta på obligasjonar med lengre løpetid halde seg stabil, medan dei kortaste rentene har forsatt å falle. Dei korte rentene var i midten av september 10,6 prosent for statsobligasjonar (løpetid 0-3 år) og 11,6 prosent for private obligasjonar (løpetid 1 år). Dette er 0,7 prosentpoeng lågare enn nivået var ved utgangen av mai. For obligasjonar med lengre løpetid var renteredukslonen liten. Rentenivået i midten av september var 10,5 prosent for statsobligasjonar og 11,2 prosent for private obligasjonar, ein reduksjon i høve til utgangen av mai på respektivt 0,2 og 0,1 prosentpoeng.

Aksjemarknaden. Totalindeksen på Oslo Børs auka med 14,5 prosent dei fyrste åtte månadene i år. Frå utgangen av mai til utgangen av august har totalindeksen falle med 6,1 prosent. Det sterke kursfallet på bank, forsikring og skipsaksjar i august bidrog sterkt til dette. Totalindeksen fall også i juni, men auka med vel 7 prosent i juli. Frå utgangen av mai har bankaksjeindeksen falle med omlag 13 prosent, forsikringsaksjeindeksen med 16 prosent, skipsaksjeindeksen med 20 prosent, medan industriaksjeindeksen er omlag uendra. Totalt blei det i denne perioden omsett aksjar for knapt 22 milliardar kroner.

Tabell 3.1. Endringar i bankar sine internasjonale fordringar[1]). Milliardar USD.

	1987	1988	1989	1990 1.kv.	Ute-stående mars 1990
Totalt	597	450	688	60	5 171
— Av dette vis-a-vis:					
ikkje-bankar	75	79	114	21	1 122
Bankar (og ufordelt)	522	371	574	40	4 050

[1]) Med internasjonale fordringar (external positions) er det meint
— utlån over landegrensene i alle valutaer
— utlån til innlendingar i framand valuta
— tilsvarande fordringar utanom utlån

Kjelde: BIS

Tabell 3.2. Bankar sine internasjonale fordringar, valutafordelt. Prosent av samla internasjonale fordringar

	Desember			1990
	1987	1988	1989	1.kv.
Amerikanske dollar (USD)	40,4	40,5	38,9	38,3
Tyske mark (DEM)	7,0	6,5	6,7	7,3
Sveitsiske franc (CHF)	3,3	2,5	2,2	2,5
Japanske yen (JPY)	3,5	3,5	3,5	3,2
Britiske pund (GBP)	1,1	1,5	1,6	1,7
ECU	1,9	1,9	2,1	2,3
Ufordelt[1])	42,8	43,6	45,0	44,7
Totalt i mrd. USD	4 195	4 491	5 164	5 171

[1]) Inkluderer amerikanske bankars valutafordringar, fordringar på utlandet i nasjonal valuta utanom USD, samt fordringar i annan valuta enn den som er spesifisert.

Kjelde: BIS

Tabell 3.3. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument. Milliardar USD

	1987	1988	1989	1989 mars-mai	1990 mars-mai
Obligasjons-utskrivingar	181	230	254	65	52
— Herav med flytande rente	13	22	17	3	7
Bankutlån	92	126	98	13	20
Anna internasjonal opplåning	31	17	7	2	2
Samla opplåning	304	372	359	80	74

Kjelde: OECD

Tabell 3.4. Nye internasjonale lån, fordelt etter låntakarland. Prosent av samla opplåning

	1986	1987	1988	1989	1989 mars-mai	1990 mars-mai
OECD	84,4	83,7	86,2	86,7	85,4	83,1
Oljeeksporterande utviklingsland	1,4	8,1	6,4	4,4	3,5	6,5
Andre utviklingsland	4,6					
Aust-Europa	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	0,5
Internasjonale institusjonar og andre	8,4	7,0	6,2	7,7	9,7	9,9

Kjelde: OECD

Tabell 3.5. Valutakursar overfor amerikanske dollar[1])

	1988	1989	1990	Prosentvis endring[2])
	31.12	31.12	31.08	31.12.89–31.08.90
Tyske mark (DEM)	1,78	1,70	1,56	–8,2
Pund sterling (GBP)	0,55	0,62	0,53	–14,5
Japanske yen (JPY)	125,3	143,7	143,8	0,0
Sveitsiske franc (CHF)	1,50	1,55	1,29	–16,8
Franske franc (FRF)	6,08	5,80	5,24	–9,7

[1]) Valutaeining pr. dollar.
[2]) Negative tal viser svakare dollar.

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.6. Endringar i publikum sin likviditet etter kjelde. Prosent av samla likviditetsmasse ved inngangen til perioden.

Tilførsel frå:	1988	1989	Siste 12 mndr. pr. 31.07 1989	Siste 12 mndr. pr. 31.07 1990	Overslag for 1990 frå rev. nasj.budsj. 1990
A. Sentralstyresmaktene	4,3	9,2			10,7
Ved inntektsunderskot[1])	0,6	5,6			5,6
Ved lånetransaksjonar	4,9	3,6			5,1
B. Private bankar[2])	2,8	0,5			2,0
C. Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	–1,5	–4,1			..
Innanlandsk likviditetstilførsel (A+B+C)	5,6	5,6			12,7
D. Publikums netto valutasal til private bankar m.m.	0,1	2,0			–5,2[3])
Tilvekst i publikumsin likviditet (A+B+C+D)	5,7	7,6	6,0	5,3	7,5

[1]) Ekskl. oljeskattar
[2]) Ekskl. valutalån og bankane sine kronelån til oljeverksemda.
[3]) Omfattar statistiske feil.

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.7. Innanlandsk kredittilførsel til publikum etter kjelde. Millionar kroner

	1988	1989[1])	1/1–30/6 1989	1/1–30/6 1990[1])
Forretnings- og sparebankar	17 011	22 249	7 789	10 514
Statsbankar[2]) [3])	9 384	10 138	5 049	5 178
Private finansieringsselskap	9 466	−6 713	−2 649	−2 226
Skadeforsikringsselskap	−825	−720	−821	−320
Livsforsikring, pensjonskasser	7 540	328	33	718
Kredittføretak,	23 306	10 940	5 969	264
Obligasjons- og sertifikatmarknaden[4])	−2 259	9 376	6 611	5 130
Marknadslån	−6 000	−3 100	−2 500	−4 600
Annan kreditt	62	366	−1	−153
Sum[5])	57 685	42 864	19 480	14 505
Aksjemarknaden	13 000	13 000	...	...
Innanlandsk kredittilførsel i alt	70 685	55 864	...	...

[1]) Delvis førebelse tal, delvis overslag
[2]) Inkl. Postsparebanken
[3]) Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån
[4]) Korrigert for behaldningen utlendingar har av norske publikumsobligasjonar utskrivne i Noreg.
[5]) Svarar til Noregs Banks kredittindikator.
Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.8. Behaldningstal i milliardar kroner og vekstratar i prosent for kredittindikatoren

	Behaldning	Vekst siste 12 månader	Underliggjande veksttakt[1])
Des. 1984	424,7	15,8	14,7
Des. 1985	515,7	21,4	24,9
Des. 1986	620,7	20,4	18,7
Des. 1987	724,7	16,8	16,4
Des. 1988	779,6	7,6	3,9
Des. 1989	822,4	5,5	4,2
1990			
Januar	828,0	5,8	3,8
Februar	832,0	6,2	4,2
Mars	839,3	5,6	6,0
April	836,4	5,4	5,9
Mai	840,7	5,4	5,6
Juni	840,9	4,7	3,0
Juli	845,7	4,7	3,2

[1]) Vekst frå førre til siste tremånadarsperiode omgjort til årleg rate.

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.9a. Resultat og eigenkapitaldekning for forretningsbankane.[1]) Storleik er oppgitt i prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital

		Året 1987	Året 1988	1989 1.tertial	1989 2.tertial	1989 3.tertial	Året 1989	1990 1.tertial
1.	Rente- og kred.prov.innt.	12,68	12,66	12,20	11,65	11,37	11,73	11,53
2.	Rentekostnadar	9,92	9,94	9,19	8,70	8,47	8,78	8,74
3.	Netto rente- og kred.innt.	2,76	2,72	3,01	2,95	2,91	2,96	2,79
4.	Andre driftsinntekter	0,72	1,20	1,56	1,27	1,26	1,36	0,90
5.	Andre driftskostnadar	2,86	2,73	2,55	2,47	3,00	2,68	2,46
6.	Ordinært driftsres. før tap	0,62	1,19	2,01	1,75	1,17	1,63	1,23
7.	Bokførte tap på utlån og garantiar	0,96	1,47	1,98	1,09	1,32	1,45	1,31
8.	Ordinært driftsres. etter realiserte tap	−0,34	−0,28	0,04	0,66	−0,15	0,18	−0,08
9.	Eigenkapitaldekning i prosent rekna etter forretningsbanklovens §21	7,3	7,4	7,9	7,9	8,6	8,6	8,1

[1]) Tala er førebelse.

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.9b. Resultat og eigenkapitaldekning for sparebankane.[1]) Storleik er oppgitt i prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital

		Året 1987	Året 1988	1989 1.tertial	1989 2.tertial	1989 3.tertial	Året 1989	1990 1.tertial
1.	Rente- og kred.prov.innt.	14,29	13,97	13,89	13,25	12,49	13,21	12,87
2.	Rentekostnadar	10,68	10,50	9,77	8,96	8,43	9,06	8,77
3.	Netto rente- og kred.innt.	3,61	3,47	4,12	4,29	4,06	4,15	4,10
4.	Andre driftsinntekter	0,67	0,70	1,11	0,95	1,04	1,03	0,85
5.	Andre driftskostnadar	3,21	3,23	3,13	2,98	3,45	3,19	3,17
6.	Ordinært driftsres. før tap	1,07	0,94	2,10	2,26	1,64	2,00	1,78
7.	Bokførte tap på utlån og garantiar	0,81	1,64	1,42	1,91	3,22	2,19	1,24
8.	Ordinært driftsres. etter realiserte tap	0,27	−0,70	0,68	0,36	−1,58	−0,19	0,54
9.	Eigenkapitaldekning i prosent rekna etter sparebanklovens §25[2])	4,7	4,8	5,3	5,5	5,4	5,4	5,5

[1]) Eit utval på 20 sparebankar. Tala er førebelse.
[2]) Overslag som gjeld alle sparebankar, ikkje berre vårt utval.

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.9c. Resultat for sparebankar.[1]) Storleik er oppgitt i prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital

	Året 1987	Året 1988	Året 1989
1. Netto rente- og kred.prov.innt.	3,97	3,83	4,29
2. Andre inntekter	0,59	0,69	0,98
3. Andre utgifter	3,28	3,28	3,27
4. Ordinært driftsres. før tap	1,28	1,24	2,01
5. Bokførte tap på utlån og garantiar	0,71	1,39	1,94
6. Ordinært driftsresultat etter realiserte tap	0,57	−0,15	0,07

[1]) Tala er førebelse

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.9d. Resultat for finansieringsselskap.[1]) Storleik er oppgitt i prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital

	Året 1987	Året 1988	Året 1989
1. Netto rente- og kred.prov.innt.	3,68	4,21	5,16
2. Andre inntekter	1,87	1,40	1,55
3. Andre utgifter	4,54	4,48	5,64
4. Ordinært driftsres. før tap	1,02	1,12	1,07
5. Bokførte tap på utlån og garantiar	3,02	4,57	4,30
6. Ordinært driftsres. etter realiserte tap	−2,01	−3,45	−3,23

[1]) Tala er førebelse
[2]) Basert på eit utval av finansieringsselskap med ca. 50% av den samla forvaltningskapitalen.
Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.9e. Resultat for kredittføretaka.[1]) Storleik er oppgitt i prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital

	Året 1987	Året 1988	Året 1989
1. Rente- og kred.prov.innt.	12,35	13,08	13,06
2. Rentekostnader	10,89	11,77	11,93
3. Netto rente- og kred.innt.	1,45	1,31	1,12
4. Andre driftsinntekter	0,10	0,13	0,24
5. Andre driftskostnader	0,42	0,38	0,40
6. Ordinært driftsres. før tap	1,13	1,06	0,96
7 Bokførte tap på utlån og garantiar	0,11	0,14	0,29
8. Ordinært driftsres. etter realiserte tap	1,02	0,92	0,68

[1]) Tala er førebelse

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.10a. Månadlege konjunkturtal, sesongjustert

									Prosentvis endring			
	1989	1989 4.kv.	1989 1.kv.	1990 2.kv.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Frå same månad året før	Siste 3 mndr mot føre-gåande 3 mndr	Hittil i år mot same periode året før	Siste 3 mndr ut året[1])
Privat varekonsum	99,0	96,9	102,5	101,8	105,3	101,0	101,3	...	2,2	0,3	2,9	3,3
Sal av nye bilar	4 739	5 254	5 566	5 215	5 711	5 131	5 430	5 449	8,8	−1,9	18,3	13,5
Bygg igangsett totalt	5 928,8	1 409,4	1 385,8	1 075,7	328,6	363,9	382,5	...	−24,2	−14,6	−23,5	−21,8
Bustader, kvm.	3 487,2	814,2	956,2	686,3	206,0	222,9	197,7	...	−30,3	−26,6	−21,4	−17,3
Andre bygg kvm.	2 441,6	578,1	513,8	370,5	116,3	137,1	193,5	...	−11,1	2,6	−26,6	−25,3
Industriproduksjon	109,3	110,8	108,2	110,1	109,4	108,6	111,8	...	1,7	0,3	1,0	0,4
Import trad. varer	137 627	35 306	37 491	38 375	14 747	11 291	12 963	12 321	6,7	−7,2	11,4	8,9
Eksport trad. varer	107 182	27 142	26 752	28 528	8 884	9 537	8 964	9 462	2,6	1,6	3,3	3,6
Eksport olje og gass	73 540	19 345	18 875	15 978	5 509	5 030	5 367	7 454	17,0	0,7	−0,7	−2,8
Registrerte ledige	82 922	83 563	91 964	93 448	90 416	98 461	107 792	102 815	15,5	13,5	15,6	18,5
Sum ledige og tiltak	132 353	147 026	151 877	146 117	145 984	142 173	142 557	148 924	7,1	−3,2	17,6	11,0
Tilgang ledige plassar	15 923	1 7 189	20 289	18 615	21 996	16 737	21 435	...	36,7	6,7	25,6	24,8
Konsumpris-indeksen	222,1	225,6	227,6	229,8	230,0	230,3	231,0	232,0	3,8	0,8	4,0	3,6
Leiande indikator	100,3	98,5	97,7	98,0	98,4	97,9	...	...	−3,1	...	...	...
Samanfallande indikator	97,9	97,2	97,0	97,0	96,9	96,9	...	...	−1.1	...	...	...

[1]) Når desembertal ligg føre, gjeld overslaget neste år

Tabell 3.10b. Kvartalsvise konjunkturtal, sesongjustert

							Prosentvis endring				
	1988	1989	1989 3.kv.	1989 4.kv	1990 1.kv.	1990 2.kv.	Frå same kv. året før	Siste to kv. mot foregå-ande to	Hittil i år mot same periode året før	Siste to kv. ut året[1])	Siste to kv. ut året[1])
Sysselsette personar AKU	2 114	2 049	2 043	2 028	2 015	2 038	−1,4	−0,4	−1,7	−0,8	−1,1
Arbeidsstyrken AKU	2 184	2 154	2 148	2 135	2 134	2 151	−1,0	0,0	−1,1	−0,3	−0,5
Arbeidsledige AKU	70	106	106	107	120	113	7,6	9,5	11,4	8,8	10,4
Utførte timeverk AKU	1 825	1 749	1 736	1 734	1 711	1 741	−1,1	−0,5	−2,1	−0,9	−1,3
Eksportprisar trad. varer	99,5	106,4	106,7	103,9	101,6	99,5	−7,6	−4,5	−6,5	−6,0	−5,5
Eksportvolum trad. varer	103,3	109,5	112,2	114,3	114,8	123,0	12,1	5,0	12,1	10,4	8,5
Importprisar trad. varer	99,8	105,6	106,0	107,9	107,3	105,3	0,9	−0,6	1,9	0,2	0,6
Importvolum trad. varer	102,3	95,1	95,6	95,2	101,6	108,8	11,2	10,2	10,7	12,5	10,6
Industriinvesteringar	271,2	198,7	199,3	179,9	179,4	163,5	−23,1	−9,6	−18,9	−15,7	−13,7
Eksportordretilgang industri[2])	342,7	398,2	382,9	346,8	355,9	360,4	−14,4	−1,8	−17,0	−9,8	−10,1
Innanlandsk ordretil-gang industri[2])	193,9	164,9	169,8	155,5	166,6	164,5	−5,0	1,7	−1,4	0,1	0,4
Ordretilgang, bygg og anlegg	131,8	121,8	128,2	123,1	79,6	...	−24,9	−21,8	−24,9	−34,6	−21,2
Lagerhald i alt	76,8	75,0	76,4	74,4	75,7	78,8	4,8	2,4	3,5	4,0	3,0
Importvarelagre	74,7	59,1	57,1	57,0	61,8	64,3	12,6	10,1	3,6	7,8	6,8
Timeløn industri-arbeidarar[3])	82,70	87,00	87,52	88,11	88,29	89,93	1,8	1,5	3,4	2,9	2,4

[1]) Når tal for 4. kvartal ligg føre, gjeld overslaget neste år
[2]) For metall og verkstadprodukt ekskl. transportmiddel og boreriggar
[3]) Ukorrigert

Nedbygging av valutareguleringen i Norge

Kari Olsen, konsulent i Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank

Fra 1.7.1990 er det meste av valutareguleringen i Norge fjernet. En rekke valutatransaksjoner som før var forbudte eller restriktivt regulerte, er nå fullt liberaliserte. De tidligere lisensordningene er bortfalt og er istedet erstattet med innskjerpet meldings- og rapportplikt til Norges Bank. Norge har dermed tilpasset seg den internasjonale utviklingen som i de senere år har gått i retning mot frie kapitalbevegelser over landegrensene. Norsk valutaregulering er nå på linje med regelverket både innenfor OECD og EF.

I denne artikkelen gis en orientering om nedbyggingen av valutareguleringen i Norge, både prosessen forut for deregulerigen pr 1.7.1990, endringene i norsk valutaregulering gjennom 1980-årene, den internasjonale utviklingen, samt en oversikt over hvilke valutatransaksjoner som nå er blitt liberaliserte. Videre gis det en omtale av de nye valutareguleringsbestemmelsene som gjelder fra 1.7.1990 samt litt om hjemmelsgrunnlaget, informasjon, sanksjoner og beredskapsregulering. Innledningsvis gis først et historisk tilbakeblikk på valutareguleringen i Norge.

Valutareguleringens formål og bakgrunn

Valutareguleringen i Norge ble iverksatt etter den 2. verdenskrig, og har sin opprinnelse i London-regjeringens provisoriske anordning av 10. november 1944 om valutakontroll m.v. Bestemmelsene ble vedtatt som den første valutalov i 1946. Bakgrunnen for loven var den økonomiske situasjon som Norge da befant seg i, som var preget av gjenreisningspolitikken etter krigen. Landets knappe valutatilgang måtte disponeres til de mest presserende importbehov. Valutaloven skulle sikre en slik disponering. Kjernen i valutareguleringssystemet var valutainndragning gjennom tvungen hjemføring og avståelse av valuta og valutarasjonering gjennom lisensieringsordninger. Valutaloven av 1946 viste seg i praksis å ha flere svakheter. Dette førte til en revisjon av loven. Denne andre Valutaloven ble vedtatt 14. juli 1950, men trådte først i kraft fra 15. august 1955. Denne loven har siden vært grunnlaget for norsk valutaregulering.

Valutaloven har ingen formålsparagraf. Det er således opp til de politiske myndighetene til enhver tid å definere målsetningen og trekke opp retningslinjene for hvordan valutareguleringen skal praktiseres. Formålet med valutareguleringen har gjennom årene gradvis endret seg. Etter at behovet for vidtgående valutarasjonering ble mindre, ble hensynet til den interne penge- og kredittpolitikken og til valutakursstyringen et stadig mer fremtredende motiv bak utformingen av reguleringen. I perioder med kredittrasjonering har valutareguleringen vært nødvendig for å hindre låneopptak i utlandet. Gjennom valutareguleringen har norske myndigheter søkt å avskjerme det innenlandske kredittmarkedet og den innenlandske renteutvikling fra påvirkning utenfra for å lette styringen av innenlandsk etterspørsel. Dette, ved siden av behovet for å redusere potensialet for destabiliserende kapitalbevegelser til og fra utlandet som kunne skape problem for valutakursstyringen, var inntil slutten av 1980-årene de viktigste begrunnelsene for valutareguleringen. Deler av valutareguleringen har også vært motivert ut fra næringsøkonomiske og skattemessige hensyn. Valutareguleringsbestemmelsene gir dessuten hjemmel for å

innhente informasjon om utenlandstransaksjoner for utarbeidelse av valutastatistikk til utenriksregnskapet og til bruk for skattekontroll.

Endringer i norsk valutaregulering gjennom 1980-årene

Gjennom det siste tiåret har det skjedd omfattende endringer i norsk valutaregulering; gjennom liberaliseringen i første halvdel av 1980-årene, via en viss innstramning på midten av 80-tallet, deretter den gradvise og tiltagende nedbyggingen fra 1987, frem til deregulering 1. juli i år. Ved inngangen til 1980-årene var næringslivets valutavirksomhet sterkt regulert med unntak av skipsfartsnæringen og store eksportbedrifter som allerede hadde en betydelig grad av handlefrihet på valutasiden. Samtidig var utlendingers adgang til de norske penge- og kapitalmarkedene sterkt begrenset. Sommeren 1984 skjedde det en oppmykning av valutareguleringen basert på Valutalovutvalgets («Storvik-utvalgets») tilrådninger (jf NOU 1983:54). Liberaliseringen gjaldt først og fremst innlendingers utgående porteføljeinvesteringer ved at kjøp av utenlandske børsnoterte aksjer ble fritt, samtidig som kjøp av utenlandske ikke-børsnoterte aksjer ble underlagt liberal lisenspraksis. Videre ble utlendingers kjøp av norske aksjer fritt både i forbindelse med portefølje- og direkte investeringer.

Som følge av en uønsket stor kapitalinngang ble det i november 1984 gjennomført en innstramning i valutareguleringen. Det norske obligasjonsmarkedet ble lukket for utenlandske investorer etter at de i en periode hadde økt sine beholdninger av NOK-obligasjoner som følge av at den norske renten lå betydelig over det utenlandske rentenivået. I desember 1986 skjedde en ytterligere innstramning i valutareguleringen, denne gang på valutaterminsiden. Bakgrunnen var uroen på valutamarkedet med press på kronen både før og etter devalueringen i mai 1986. Myndighetene ønsket å begrense kapitaltransaksjoner som ble antatt å være svært følsomme for endringer i rente og forventet valutakurs, slik som valutaterminkontrakter. Det ble derfor innført restriksjoner på innlendingers adgang til å kurssikre finansielle posisjoner i utenlandsk valuta. Kurssikring skulle heretter kun omfatte inntekter og utgifter og ikke fordringer og gjeld i utenlandsk valuta.

Fra 1987 startet så en gradvis nedbygging av valutareguleringen, i første omgang ved at næringslivets adgang til utenlandsfinansiering ble utvidet. Denne omleggingen var begrunnet med økt behov for privat langsiktig finansiering av et økende driftsbalanseunderskudd. Ytterligere liberaliseringstiltak vedrørende utenlandslån ble fulgt opp både i 1988 og 1989, da det ble åpnet for at også bedrifter i skjermet sektor kunne ta opp valutalån. I tillegg ble rammestyringen av langsiktige valutalån opphevet i 1989 etter at rammene i de foregående to år var blitt betydelig utvidet.

I mai 1989 ble det norske obligasjonsmarkedet gjenåpnet for utlendinger som følge av en bedring i utenriksbalansen og lavere innenlandsk rentenivå. I desember 1989 ble det gjennomført ytterligere liberaliseringstiltak. Utlendinger fikk adgang til å legge ut NOK-obligasjoner i Norge. Videre ble forbudet mot NOK-lån til/fra utlandet opphevet. Det ble åpnet for NOK-konto i utlandet, og terminsikring av fordringer og gjeld i utenlandsk valuta ble igjen tillatt. Ved årsskiftet var således store deler av næringslivets valutavirksomhet liberalisert, mens husholdningssektoren fortsatt var strengt regulert.

Den internasjonale utviklingen

OECD. I de senere år har det vært en internasjonal trend i retning av avvikling av nasjonale valutareguleringer. Samarbeidet om nedbygging av reguleringen av kapitaltransaksjoner over landegrensene finner særlig sted i OECDs regi. Norge har som medlem forpliktet seg til å arbeide for liberalisering

av kapitalbevegelser. Det ble i 1989 utarbeidet nye kapital- og tjenestekoder i OECD, som inneholder mer omfattende liberaliseringsforpliktelser enn de gamle. Norge hadde pr 1.1.1989 hele 22 reservasjoner til kapital- og tjenestekodene, samt 2 derogasjoner. Som følge av dereguleringen pr 1.7.1990 vil antallet reservasjoner bli betydelig redusert, og norsk valutaregulering vil derved være i overensstemmelse med de øvrige OECD-medlemsland. De to derogasjonene ble avviklet i løpet av 1989. (I særlige tilfeller, som for eksempel når betalingsbalansen med utlandet trues, åpner OECD-kodene adgang for at medlemslandet midlertidig gjeninnfører visse restriksjoner. Dette kalles derogasjoner.)

EF. Som ledd i tilpasningen til EFs indre marked, er medlemslandene forpliktet til å arbeide for frie kapitalbevegelser. EFs kapitaldirektiv, som ble vedtatt i juni 1988, påla 8 av EF's 12 medlemsland å avvikle sine valutareguleringer innen 1.7.1990, mens Hellas, Irland, Portugal og Spania vil kunne opprettholde nærmere angitte reguleringer inntil 31.12.1992. De 8 EF-landene hadde alle oppfylt sine liberaliseringsforpliktelser før 1.7.1990. Vest-Tyskland, Benelux-landene og Storbritannia har lenge hatt frie kapitalbevegelser. Danmark hadde gjennom flere år praktisert en mer liberal valutaregulering enn de øvrige nordiske landene. Som ledd i tilpasningen til EF's indre marked, avviklet Danmark sin valutaregulering allerede 1.10.1988.

Prosessen frem mot dereguleringen pr 1.7.1990

Også i Norge ble det etterhvert et fremtredende syn at den «tradisjonelle» valutareguleringen nå hadde utspilt sin rolle. Penge- og kredittutvalget («Kleppe-utvalget») som avgav sin innstilling i februar 1989 (jf NOU 1989:1), uttalte at «valutareguleringen som ordinært virkemiddel ikke bør opprettholdes særlig lenge». Norges Bank gav i sin høringsuttalelse tilslutning til en gradvis liberalisering av valutareguleringen. Dette syn ble så fulgt opp av Regjeringen i Revidert nasjonalbudsjett for 1989, som Stortinget gav sin tilslutning til: «Regjeringen vil på denne bakgrunn gå inn for en gradvis nedbygging av valutareguleringen». Begrunnelsen for dette var at det norske finansmarkedet var blitt så integrert med det utenlandske finansmarkedet og norsk økonomi så åpen, at valutareguleringen i mindre grad hadde en selvstendig betydning for det innenlandske rentenivået.

Valutareguleringen hadde dessuten bidratt til ineffektive tilpasninger og dermed samfunnsøkonomiske kostnader, ved at enkelte næringer var stillet gunstigere i valutareguleringsbestemmelsene enn andre. Også innenfor samme næring hadde valutareguleringen ført til konkurransevridninger ved at større bedrifter var blitt begunstiget i forhold til små og mellomstore bedrifter. Det ble dessuten lagt vekt på at norsk næringsliv nå skulle stilles likt med sine utenlandske konkurrenter og skulle kunne låne der hvor den effektive renten er lavest og plassere kapital der den effektive avkastningen er høyest. Økt konkurranse fra utlandet for innenlandske finansinstitusjoner skulle også bidra til å redusere kostnadene i den innenlandske kredittformidling. En omfattende nedbygging av norsk valutaregulering skulle dermed gi mulighet for betydelige effektivitetsgevinster.

Samtidig var det en klar forutsetning for dereguleringen at hensynet til skattekontroll og statistikk måtte ivaretas. Finansdepartementet oppnevnte derfor høsten 1989 en arbeidsgruppe med representanter fra Finansdepartementet, Skattedirektoratet og Norges Bank, som skulle vurdere skattekontroll og kilder for statistikkproduksjon ved endringer i valutareguleringen, og legge frem forslag til konkrete tiltak på området. Gruppen avgav sin rapport 1.2.1990. I mellomtiden ble det allerede i desember 1989, som omtalt ovenfor, gjennomført betydelige endringer i valutareguleringen. Dette gjaldt liberaliseringstiltak hvor skattekon-

troll og statistikk i liten grad var berørt, og som derfor kunne gjennomføres umiddelbart.

Utover våren 1990 ble det klart at de makroøkonomiske forhold lå vel til rette for en betydelig liberalisering av valutareguleringen. Utenriksøkonomien var kommet i balanse, pris- og kostnadsveksten var under kontroll og rentedifferansen overfor utlandet var sterkt redusert. Regjeringen kunne så i Revidert nasjonalbudsjett for 1990, som ble publisert 11.5.1990, fremlegge forslag til videre nedbygging av valutareguleringen pr 1.7.1990. Det ble her trukket opp rammer for hva deregulerings skulle omfatte og hvilke valutareguleringsbestemmelser som skulle opprettholdes. Stortinget gav sin tilslutnig til forslaget. På bakgrunn av dette utarbeidet Norges Bank i samråd med Finansdpeartementet nye valutaforskrifter, som ble vedtatt i Norges Banks Hovedstyre 27.6.1990 med ikrafttredelse 1.7.1990. De nye valutareguleringsbestemmelsene ivaretar hensynet til skattekontroll og valutastatistikk.

Hjemmelsgrunnlaget for valutareguleringen

Det er fremdeles Valutaloven av 14. juli 1950 som ligger til grunn for de nye valutareguleringsbestemmelsene. Nedbyggingen av valutareguleringen pr 1.7.1990 var så omfattende at det var mest hensiktsmessig å la dette komme til uttrykk gjennom en «speilvending» av reglene. Etter mange år med et omfattende regelverk som bygget på prinsippet om at alle transaksjoner var forbudte med mindre de eksplisitt var tillatte, er dette snudd om i den nye valutaforskriften. Dette innebærer at alle transaksjoner nå vil være tillatte, med mindre det i forskriften er sagt at de er forbudte. Valutaloven er en ren fullmaktslov, som gir Departementet myndighet til å utforme nærmere bestemmelser og forskrifter på området. Denne myndighet lå tidligere hos Handelsdepartementet, men ble i 1981 overført til Finansdepartementet. I forbindelse med deregulerings pr 1.7.1990 opphevet Finansdepartementet ved forskrift av 22.6.1990 Handelsdepartementets forskrifter av 29.7. 1955, som inneholdt forbud mot en lang rekke valutatransaksjoner. Samtidig delegerte Finansdepartementet utformingen av de nye valutareguleringsbestemmelsene til Norges Bank. På dette grunnlag vedtok Norges Bank ny valutaforskrift med ikrafttredelse pr 1.7.1990.

Hva innebar deregulerings pr 1.7.1990?

Norsk næringsliv hadde allerede før 1.7.1990 relativ stor grad av handlefrihet i sin valutavirksomhet, mens husholdningssektoren fortsatt hadde forbud mot de fleste kapitaltransaksjoner med utlandet. Nedbyggingen av valutareguleringen pr 1.7.1990 medførte at de fleste av de gjenværende restriksjoner på kapital- og tjenestetransaksjoner med utlandet ble opphevet. Tidligere lisensordninger falt bort og ble erstattet med innskjerpet meldings- og rapportplikt til Norges Bank. I det følgende gis en oversikt over transaksjoner som tidligere var forbudte eller restriktivt regulerte, men som nå er blitt liberaliserte:

Norske selskaper og privatpersoner kan nå fritt foreta direkte investeringer i utlandet. Direkte investeringer ved kjøp av aksjer skal imidlertid gå gjennom norsk fondsmegler. Utgående direkte investeringer var tidligere underlagt lisensplikt og var omfattet av en rekke restriksjoner avhengig av hvem den norske investor var (K/S, personlig skatteyter, etc), hvor det utenlandske selskapet var etablert (skatteavtaleland vs ikke-skatteavtaleland) og formålet med det utenlandske selskapet (holdingselskap, finansoperasjoner, etc.). Tidligere lisensvilkår for direkte investeringer, slik som hjemføring av utbytte, årlig rapportering av regnskapsopplysninger og ny lisens ved endret virksomhetsområde, bortfalt fra 1.7.1990.

Etter 1.7.1990 er det ingen restriksjoner i valutareguleringsbestemmelsene på inngå-

ende og utgående porteføljeinvesteringer. Innlendingers kjøp og salg av utenlandske verdipapirer må imidlertid foretas gjennom norsk fondsmegler. Tidligere forbud mot innlendingers kjøp av ikke-børsnoterte obligasjoner i utenlandsk valuta og beløpsbegrensinger på kjøp av børsnoterte obligasjoner i utenlandsk valuta, er nå bortfalt. Likeledes kan innlendinger nå fritt kjøpe utenlandske pengemarkedsinstrumenter/sertifikater. Tilsvarende har utlendinger fri adgang til det norske pengemarkedet. Også privatpersoner kan nå fritt foreta plasseringer i utenlandsk valuta, for eksempel i form av kontoinnskudd (jf imidlertid regler for opprettelse av konto i utlandet som er omtalt nedenfor). Husholdningssektoren kan også fritt låne i utlandet eller i utenlandsk valuta i Norge. Foretakssektoren hadde allerede før 1.7.1990 tilnærmet fri adgang til valutalån. Det var tidligere restriktivt å foreta vekslingsforretninger i utlandet. Etter 1.7.1990 kan innlendinger fritt veksle betalingsmidler og fordringer i utlandet, og de kan inngå valutaterminforretninger med også andre innlendinger enn norske valutabanker.

Gjenværende valutareguleringsbestemmelser pr 1.7.1990

Etter 1.7.1990 er det få restriksjoner eller forbud for innlendingers adgang til å foreta kapitaltransaksjoner med utlandet eller i utenlandsk valuta i Norge. Innlending kan imidlertid fremdeles ikke tegne livsforsikring med utenlandsk forsikringsselskap. Kommunesektoren skal dessuten ikke foreta disposisjoner som i nevneverdig grad medfører valutarisiko. Det er forbudt for kommuner og kommunale foretak å oppta eller yte finansielle lån i utenlandsk valuta, eller stille garanti for slike lån.

De nye valutaforskriftene inneholder «kjøreregler» for hvordan transaksjoner til og fra utlandet skal utføres. Det er fortsatt valutabankene som har enerett i Norge på å drive ervervsmessig betalingsformidling med utlandet og kjøpe og selge utenlandske betalingsmidler. I tillegg kan valutakommisjonær virke som agent for valutabank. Bestemmelsene er ikke til hinder for at norske foretak kan foreta betalinger til/fra utlandet på vegne av et annet selskap i samme konsern.

Alle betalinger og oppgjør mellom innlending og utlending skal som før rapporteres til Norges Bank. Ved bruk av valutabank skal banken rapportere. Banken plikter å forvisse seg om kundens identitet, herunder valutamessige status. Ved etablering av betalingsordning eller annen ordning for oppgjør med utlending utenom valutabank, herunder konto i utenlandsk bank, nettingoppgjør med utenlandsk forretningsforbindelse, etc, plikter innlendingen selv å melde dette til Norges Bank. Innlending som oppretter konto i utenlandsk bank, plikter dessuten å avgi innsynserklæring på fastsatt skjema. Innlending kan fritt gjøre betaling i utenlandsk valuta til annen innlending, men slike betalinger kan bare gjøres ved overføring fra betalers konto til mottagers konto. Det er videre ingen beløps- eller formålsbegrensinger for utførsel og innførsel av fysiske betalingsmidler. Det må imidlertid avgis en melding på fastsatt skjema til tollmyndighetene dersom det ved innreise og utreise medbringes norske og utenlandske sedler og mynt for mer enn motverdien av NOK 25 000,-.

Innlendinger som skal kjøpe og selge utenlandske børsnoterte og ikke-børsnoterte aksjer, obligasjoner og sertifikater, må gjøre dette gjennom norsk fondsmegler. Dette gjelder også ved innlendings kjøp og salg av aksjer i forbindelse med direkte investering i utlandet. Norges Bank kan etter søknad fra innenlandsk selskap gjøre unntak fra meglerkrav og depotplikt ved direkte investeringer i utlandet. Videre er det åpnet for at valutabanker som har Norges Banks godkjennelse, kan virke som mellommenn ved innlendings handel med utenlandske sertifikater og rentekontrakter. Verdipapirer som er underlagt meglerplikt

og som oppbevares i utlandet, må holdes i norsk bank eller meglers depot. Det er imidlertid ingen restriksjoner på innførsel og utførsel av verdipapirer til og fra Norge.

Den nye valutaforskriften inneholder også særlige regler for banker og finansieringsforetaks valutavirksomhet. Disse reglene ble nærmere omtalt i en egen artikkel i Penger og Kreditt 1990/2 («Nye rammebetingelser for finansinstitusjonenes valutavirksomhet»).

Informasjon om deregulerингen pr 1.7.1990

Norges Banks nye valutaforskrift, som trådte i kraft 1.7.1990, ble publisert i Rundskriv nr 7/29. juni 1990. Videre ble det rykket inn en annonse i landets største dagsaviser, som orienterte publikum om de nye valutareglene, samt en egen kunngjøring om meldeplikten ved innførsel og utførsel av sedler og mynt. Dessuten ble det utarbeidet en brosjyre, som til nå er trykket i et opplag på 130.000 og som er distribuert gjennom banker og postkontorer.

Kontroll og sanksjoner etter 1.7.1990

I Revidert nasjonalbudsjett for 1990 ble det understreket at nedbyggingen av valutareguleringen skulle følges opp med en utvidet kontroll med utenlandstransaksjoner. Det ble skissert et 10-punktsprogram for skjerpet skattekontroll, som blant annet omfattet økte ressurser til Skattedirektoratet, innskjerpet rapportplikt for alle utenlandsbetalinger, bruk av mer effektive sanksjoner og etablering av rutiner som innebærer økt risiko for å bli oppdaget ved ulovlig overføring til utlandet. Norges Bank har utarbeidet nye strategier og rutiner for kontroll med utenlandstransaksjoner i nært samarbeid med Skattedirektoratet. Også samarbeidet med politi og Tollvesenet er styrket.

Overtredelse av bestemmelsene i valutaforskriften kan med hjemmel i Valutaloven straffes med bøter eller med fengsel inntil 2 år. Det vil bli en aktiv oppfølging av overtredelser av de nye valutareglene. Dette er blitt stadfestet i eget Rundskriv fra Riksadvokaten. Det vil også bli arbeidet med mulige endringer i Valutaloven for å få mer hensiktsmessige straffereaksjoner for eksempel i form av tvangsmulkt.

Beredskapsregulering

De nye valutabestemmelsene er fremdeles gitt med hjemmel i Valutaloven av 1950. Denne fullmaktsloven gir vid adgang til å gjeninnføre valutareguleringer i tilfelle krig eller krise. Det er således ikke utformet særskilte beredskapsreguleringer etter at de fleste valutareguleringene ble fjernet 1.7.1990. Det vil imidlertid være naturlig for Norge å følge internasjonale retningslinjer ved utformingen av slike regler. EFs kapitaldirektiv gir for eksempel presise anvisninger på hvilke valutareguleringer som vil kunne innføres innenfor EF i særlige tilfeller. På sikt er det ventet at Valutaloven vil bli revidert. Det vil da kunne være aktuelt å utforme en egen hjemmel for en beredskapsregulering.

Utviklingen i private og kommuners fordringer og gjeld

Kåre Hagelund, spesialrådgiver i Økonomisk avdeling i Norges Bank

I første halvår av 1987 registrerte man en innenlandsk kredittilførsel som var langt større enn anslagene for hele året i Revidert nasjonalbudsjett for samme år tilsa. Samtidig kunne en imidlertid registrere en klar volumnedgang i sentrale etterpørselskomponenter som varekonsum og industriinvesteringer. Dette kunne delvis forklares med en noe høyere prisvekst enn tidligere antatt og delvis med finansinstitusjonenes ulike tilpasninger til eksisterende virkemiddelbruk[1]). Videre kunne det ikke utelukkes at veksten i etterspørselskomponenter man ikke hadde oversikt over var sterkere enn antatt. Selv om også «slarken» mellom finans- og realstørrelser kan være stor, var det likevel et spørsmål om hvor pengene ble av.

Byråets finansielle sektorbalanser hadde ikke vært publisert i de senere år, og det var dessuten behov for oppdaterte kvartalsvise tall. Norges Bank laget derfor kvartalsvise anslag på private og kommuners finansielle balanser. En nærmere analyse av disse tallene viste at kredittilførselen fra utlandet hadde avtatt. Private og kommuners totale gjeld vokste dermed mindre enn innenlandsk kredittilførsel gav inntrykk av. Den reduserte økningen i sektorens nettogjeld understøttet således en avdempning av veksttakten i økonomien gjennom de realøkonomiske indikatorene. Senere har beregningene blitt utvidet og er gjort regelmessig i forbindelse med Norges Banks kvartalsrapporter. Beregningene er imidlertid ikke fullstendige og er først og fremst ment å vise i hvilken retning nettogjelden endrer seg.

Utviklingen i private og kommuners finansielle fordringer og gjeld registrert i disse beregningene er illustrert i figur 1[2]). Beregningene antyder at gapet mellom sektorens inntekter og utgifter er redusert betydelig fra begynnelsen av 1988, og sektoren synes å ha begynt å bygge opp fordringer fra begynnelsen av 1990. Gjeldsveksten har avtatt betydelig og det er særlig innenlandsk gjeldsvekst som er redusert. Også fordringsveksten avtok i begynnelsen av perioden, men langt mindre enn gjeldsveksten. Fordringsveksten har i den senere tid tiltatt. Perioden har således vært preget av en betydelig finansiell konsolidering. Nettogjelden økte imidlertid lenge selv om økningstakten etterhvert falt markert.

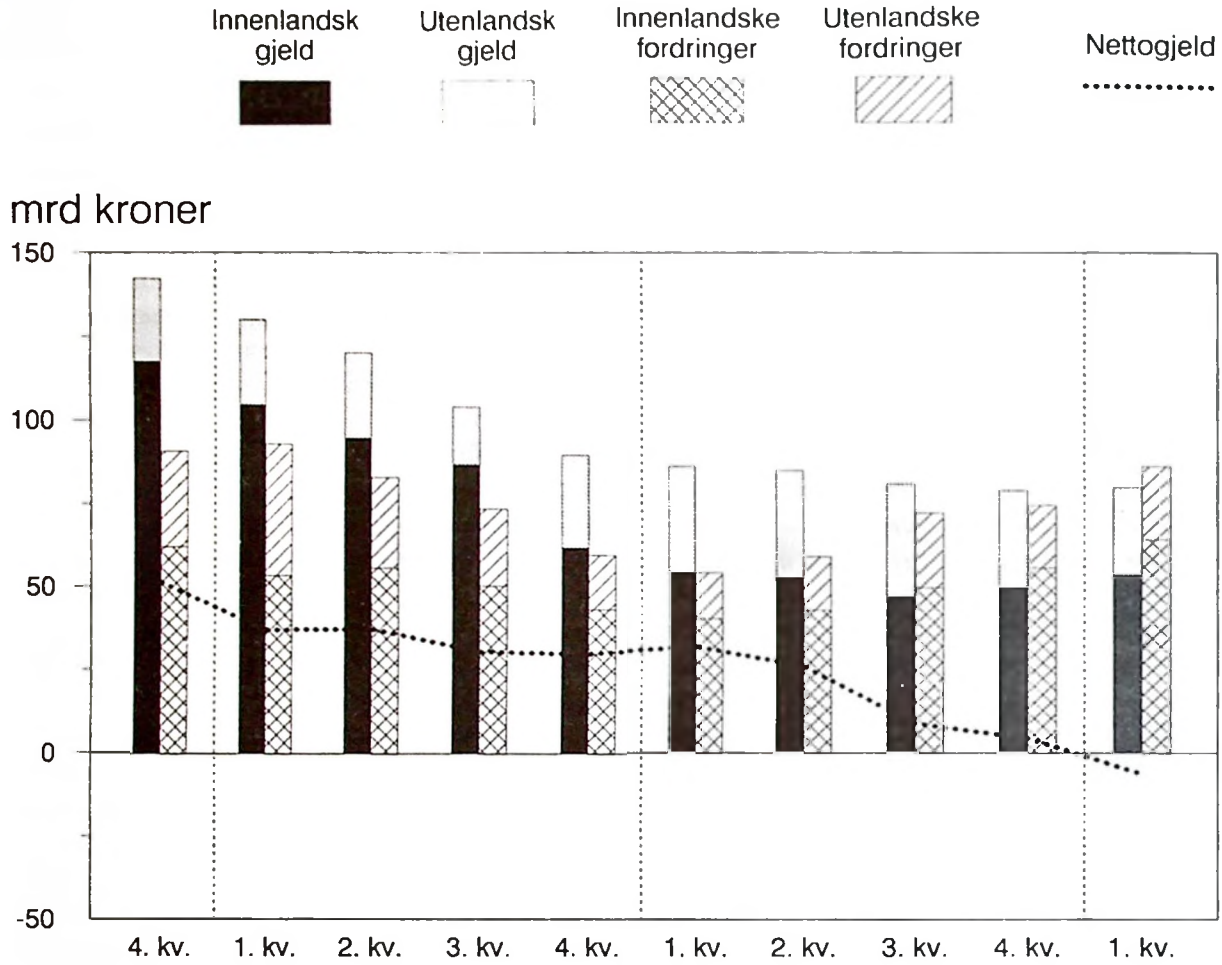
Noen definisjonssammenhenger og praktiske problemer

En sektors disponible inntekt kan enten benyttes til konsum eller til sparing. Sparingen kan igjen fordeles på realinvestering eller finansinvestering. Dersom realetterspørselen (konsum pluss realinvestering) er høyere enn disponibel inntekt, må sektoren låne eller trekke på fordringer for å dekke underskuddet. Sektoren vil i så fall ha en negativ finansinvestering. Sektoren kan imidlertid også låne for å plassere penger i finansielle aktiva som aksjer eller obligasjoner. Dette vil ikke påvirke sektorens netto-

[1]) Den såkalte Støstad-gruppen, som studerte omfanget av finansinstitusjonenes tilpasninger til den kredittpolitiske virkemiddelbruk, avgav sin rapport i juni 1987. På grunnlag av tall fra denne rapporten produserte Norges Bank en korrigert kredittindikator i tillegg til den ordinære indikatoren. I 1989 ble korreksjonene tatt inn i den ordinære kredittindikatoren.

[2]) Tallmaterialet i denne artikkelen er basert på tall som forelå inntil utgangen av august 1990. Tallene vil derfor kunne avvike fra den som er omtalt i den økonomiske oversikt i dette nummer av PEK.

Figur 1. Private og kommuners finansielle fordringer og gjeld, endring siste fire kvartaler. Milliarder kroner



finansinvestering, men sektorens gjeld og fordringer blir på denne måten blåst opp.

Indikatoren for tilførsel av innenlandsk kreditt har vært en sentral målvariabel for myndighetene. En sterk økning i indikatoren (over en periode) ble tatt som uttrykk for at aktiviten i realøkonomien øker. Som det fremgår av avsnittet ovenfor kan imidlertid kredittindikatoren øke uten at realetterspørselen øker, ved at private og kommuner foretar finansielle plasseringer. Det kan også være en oppgang i realetterspørselen (for gitt disponible inntekt) uten at kredittveksten øker, dersom sektoren trekker på sine finansaktiva. Kredittindikatoren måler videre bare innenlandsk (brutto) gjeldsvekst[3]). Med nedbyggingen av valutareguleringen er det blitt lettere å ta opp lån i utlandet. Innenlands gjeldsoppbygging behøver dermed ikke lenger være et godt uttrykk for sektorens totale gjeldsutvikling.

[3]) Fra januar 1990 har Norges Bank utarbeidet en utvidet kredittindikator (K3). I tillegg til private og kommuners innenlandske bruttogjeld (K1) omfatter denne også private og kommuners bruttogjeld til utlandet (K2), jf omtale i PEK 1990/1.

Som nevnt ovenfor vil sektorens nettogjeldsøkning kunne antyde hvordan realetterspørselen utvikler seg. Når en beregner denne fra finansiden vil en imidlertid stå overfor flere problemer. En finansiell beholdning kan endres både som følge av transaksjoner og som følge av omvurderinger. Endringer som skyldes omvurderinger har ikke med de løpende inntekter og utgifter å gjøre, og inngår således ikke i definisjonen av nettofinansinvesteringen. I prinsippet bør derfor tallene renses for slike omvurderinger. I praksis er dette svært vanskelig. Omvurderinger kan skyldes endringer i prisen på et aktiva, men det kan også skyldes avskrivninger av lån. I hovedsak har en i beregningen som er presentert her prøvet å rense tallene for omvurderinger. Det er for eksempel benyttet transaksjonstall fra utenriksregnskapet som gir utrykk for faktiske transaksjoner renset for valutakursendringer. For en del poster er det imidlertid svært vanskelig å skille mellom transaksjoner og omvurderinger. Det vil ofte være vanskelig å vite om endringer i en finansinstitusjons beholdning av aksjer skyldes nettokjøp eller verdiendringer. Finansinstitusjonenes tap kan man i prinsippet ta hensyn til. Dette er foreløpig ikke gjort. Dette vil trekke i retning av høyere (transaksjonsbestemt) nettogjeldsøkning for private og kommuner i perioden det her er sett på.

I tillegg til å antyde hvordan sektorens inntekter og utgifter utvikler seg, kan beregninger av finansielle sektorbalanser gi en pekepinn på hvordan etterspørselen vil utvikle seg fremover. Har sektoren økt sin nettogjeld kraftig, kan det være rimelig å anta at den etterhvert får et konsolideringsbehov og vil øke finanssparingen på bekostning av kjøp av varer og tjenester. Dette vil isolert sett føre til redusert etterspørsel. I denne sammenheng vil en være mest interessert i den faktiske finansielle situasjonen for sektoren, dvs nettofinansinsvesteringen pluss eventuelle omvurderingsendringer. Det vil selvsagt i mange sammenhenger være vel så viktig å se på en sektors totale formuessituasjon. For eksempel for husholdningene hvor boligkapitalen er av stor betydning, vil totalbalansen kunne være vel så viktig som den finansielle balanse.

Norges Banks beregninger av fordringer og gjeld for private og kommuner

Siden beregningene første gang ble presentert i Penger og Kreditt (PEK) 1987/3, har de som nevnt gradvis blitt utvidet og gjort mer detaljerte. Fortsatt omfatter imidlertid ikke beregningene alle objekter. Dette har dels sammenheng med at det er vanskelig å skaffe en fullstendig oversikt og at dels at slike data ikke forligger kvartalsvis. Samtidig inneholder beregningene en del anslag. Ved publiseringen av disse tallene har således Norges Bank understreket usikkerheten knyttet til beregningene. Tallene er først og fremst ment å gi en antydning om i hvilken retning nettogjeldsendringen (og nå etterhvert nettofordringsendringen) beveger seg. De er således ikke egnet til å si om sektoren er i netto gjelds- eller fordringsposisjon.

Private og kommuner omfatter ikkefinansielle foretak (private, statlige og kommunale) inklusiv olje og sjøfart, husholdninger og kommuneforvaltningen. Både fordringer og gjeld er i beregningene delt i innenlandske og utenlandske komponenter. Innenlandske fordringer er delt i sedler og mynt, bankinnskudd, banksertifikater, forsikringskrav, andre sertifikater, obligasjoner, aksjer og markedslån. Kilden for sedler og mynt, bankinnskudd og banksertifikater er pengemengdestatistikken som blant annet bygger på bankenes oppgaver til kredittmarkedsstatistikken. Det er gjort korreksjoner for at pengemengdestatistikkens «publikum» avviker fra «private og kommuner» ved at andre finansinstitusjoner enn banker er inkludert i den førstnevnte. Forsikringskrav hentes fra de kvartalvise balansene for livsforsikringsselskap og private og kommunale pensjonsfond. Markedslånene

Teksttabell 1. Private og kommuners finansielle fordringer og gjeld, endring siste 4. kvartal. Milliarder kroner og prosentvis vekst

	1987 4.kv.	1988 1.kv.	1988 2.kv.	1988 3.kv.	1988 4.kv.	1989 1.kv.	1989 2.kv.	1989 3.kv.	1989 4.kv.	1990 1.kv.
Fordringer	91,0	93,1	83,1	73,7	59,8	54,4	59,1	72,3	74,7	86,4
	16,3%	16,2%	14,0%	12,1%	9,3%	8,2%	8,7%	10,6%	10,7%	12,2%
Innenlandske fordringer (Likvide fordringer, sertifikater, obligasjoner, forsikringskrav mv.)	62,0	53,3	55,6	50,2	43,2	40,3	42,9	49,6	55,6	64,1
	12,5%	10,4%	10,8%	9,6%	7,7%	7,1%	7,4%	8,5%	9,1%	10,5%
Fordringer på utlandet	29,0	39,9	27,5	23,5	16,7	14,1	16,2	22,8	19,2	22,2
	45,2%	64,3%	35,4%	28,7%	20,4%	15,3%	16,6%	23,0%	22,0%	23,2%
Gjeld	142,3	130,2	120,3	104,1	89,6	86,2	84,9	81,0	79,1	79,9
	16,4%	14,6%	13,0%	11,0%	9,1%	8,6%	8,3%	7,7%	7,4%	7,4%
Innenlandsk gjeld	117,4	104,5	94,6	86,6	61,6	54,2	52,7	46,8	49,9	53,3
	17,7%	15,2%	13,2%	11,7%	7,9%	6,9%	6,5%	5,7%	6,0%	6,4%
Gjeld til utlandet	24,8	25,7	25,8	17,5	28,1	32,0	32,2	34,2	29,2	26,6
	12,1%	12,8%	12,5%	8,2%	13,5%	15,1%	14,6%	14,6%	12,6%	10,8%
Nettogjeld	51,3	37,0	37,3	30,4	29,8	31,8	25,8	8,6	4,4	−6,5

Teksttabell 2. Private og kommuners beholdning av obligasjoner utstedt innenlands. Milliarder kroner

Obligasjoner innenlands	1986 31.12	1987 31.3	1987 30.6	1987 31.9	1987 31.12	1988 31.3	1988 30.6	1988 31.9	1988 31.12	1989 31.3	1989 30.6	1989 30.9	1989 31.12	1990 30.3
Utestående obligasjonsgjeld emittert i NOK	205,1	208,7	211,9	216,4	220,3	223,3	226,0	235,7	237,3	241,7	246,3	260,0	281,9	288,0
– Eurokroneobligasjoner	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	1,5	1,5
– Beholdninger i														
Livsforsikring	33,6	34,5	36,7	37,4	37,3	39,3	40,6	41,5	43,8	47,4	50,4	50,5	57,1	59,9
Skadeforsikring	2,0	1,8	1,9	1,9	2,0	2,5	2,8	3,5	4,8	5,7	6,7	7,3	7,4	8,4
Pensjonskasser mv.	8,2	8,2	8,3	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4
Finansieringsselskap	8,2	7,0	6,4	7,2	5,0	0,7	1,0	0,5	0,2	0,3	0,4	0,3	0,1	0,4
Kredittforetak	4,6	7,9	9,6	9,1	2,1	4,2	5,7	6,2	6,9	7,6	7,6	7,7	9,2	10,9
FB & SB	47,9	41,0	49,7	58,7	67,5	71,1	69,3	72,6	73,0	70,2	72,8	69,5	66,7	66,7
NB	24,7	30,4	18,1	8,3	13,8	12,4	12,0	14,5	10,5	9,5	10,1	10,5	15,3	11,7
Postgiro	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Postsparebanken	6,3	6,1	5,5	5,4	5,3	5,9	5,8	5,8	6,1	5,9	5,8	5,8	5,8	5,6
Folketrydgefondet	29,4	30,4	30,8	32,4	33,1	33,4	33,5	34,1	35,0	35,2	35,3	34,4	41,3	43,3
Utlandet	9,7	8,8	8,4	8,4	7,9	7,8	7,7	7,5	7,1	5,3	7,1	15,1	15,8	13,0
= Beholdning, private og kommuner	27,7	29,9	33,9	36,7	35,3	35,0	36,6	38,4	38,9	43,9	39,3	48,4	52,8	57,5

er hentet fra statistikk basert på oppgaver innsendt fra finansinstitusjoner og meglere.

Verken for innenlandske sertifikater (bortsett fra statssertifikater), obligasjoner eller aksjer var det tidligere mulig å observere private og kommuners beholdninger direkte. Disse har derfor blitt beregnet indirekte ved å ta utgangspunkt i totale utestående beholdninger og trekke fra andre sektorers beholdning. Private og kommuners andel bestemmes altså residualt. I teksttabell 2 er metoden vist for obligasjoner. Tall fra Verdipapirsentralen (VPS) gjør det nå mulig å direkte observere private og kom-

muners beholdninger av obligasjoner siden utgangen av 1987. Norges Banks foreløpige beregninger viser et høyere nivåtall for private og kommuners beholdninger av obligasjoner enn VPS. Ved utgangen av 1988 var private og kommuners beholdninger ifølge VPS vel 30 milliarder (markedsverdier). Ved utgangen av 1989 var beholdningen øket til vel 46 milliarder. Forskjellene mellom de to tallseriene skyldes dels at VPS ikke registerer alle obligasjoner. Denne forskjellen er imidlertid redusert siden 1987. Videre vil beholdningstallene i beregningene reflektere finansinstitusjonenes regnskapspraksis siden de er hentet fra deres balanser. I den grad papirenes verdi anslås «forsiktig», vil residualberegningene resultere i for høye beholdninger for private og kommuner. Enkelte sektorers beholdninger har også vært vanskelig eller umulig å observere kvartalsvis, og er derfor utelatt fra beregningen. Dette kan også føre til at private og kommuners beholdninger overvurderes. På endringstall er imidlertid forskjellene mellom VPS-tall og beregningene referert her, akseptable. Dersom beregningene blir videreført, vil en etterhvert benytte VPS-tall både av praktiske hensyn og fordi de er mer korrekte, etterhvert som så å si alle obligasjonslån er registrert. Også sertifikater er nå blitt registrert i VPS, og en vil da etterhvert kunne kontrollere også om disse tallene er rimelige.

For aksjer er en tilsvarende indirekte metode benyttet. Uheldigvis er statistikken for aksjer svært mangelfull forøvrig. Statistisk sentralbyrå har for eksempel ikke kunnet produsere tall for totale innenlandske bruttoemisjoner av aksjer siden 1987. I tråd med at i gjennomsnitt bare 1/3 av totale emisjoner foretas over børs, har en måttet anslå de totale emisjoner på relativt løst grunnlag. Utlendingers kjøp av norske aksjer er anslått med utgangspunkt i utenriksregnskapet. VPS registrerer i hovedsak bare børsnoterte aksjer (enkelte ikke-børsnoterte aksjer er registrert), og gir derfor ikke et godt nok bilde av beholdningsstørrelsene.

Teksttabell 3. Nettogjeldsøkning for private og kommuner beregnet fra ulike kilder, endring siste fire kvartaler. Milliarder kroner

	Norges Banks anslag	Nasjonalregnskap[1])
1987 4	51,3	75,9
1988 1	37,0	
2	37,3	
3	30,4	
4	29,8	66.4
1989 1	31,8	
2	25,8	
3	8,6	
4	4,4	31,3
1990 1	−6,5	

[1]) Anslagene basert på nasjonalregnskapet kan i prinsippet kalles nettofinansinvesteringer siden de bare reflekterer transaksjoner. Lagerinvesteringer er her behandlet på samme måte som investeringer i fast realkapital. Lagerinvesteringer er i sin helhet henført til private og kommuner.

Innenlandsk gjeld er basert på kredittindikatoren. Denne er dokumentert i PEK 88/4 og omtales ikke videre her. Emisjoner av aksjer er ikke med i kredittindikatoren, men er med på gjeldssiden i disse beregningene.

Private og kommuners gjeld og fordringer overfor utlandet fremkommer ved å kombinere finanstellingen, som gir en oppstilling av norske sektorers fordrings- og gjeldsforhold overfor utlandet ved utgangen av året, med kapitalregnskapet i utenriksregnskapet som gir sektorenes kapitaltransaksjoner med utlandet i løpet av året. Disse beregningene gjøres månedsvis i Statistikkavdelingen i Norges Bank.

Beskrivelse av utviklingstrekk

Teksttabell 3, jf også figur 1, viser hvordan private og kommuners reduserte realetterspørsel siden 1987 er reflektert i redusert nettogjeldsøkning. Det var spesielt lavere vekst i gjelden som bidrog til konsolidering av sektorenes finansielle balanse. Det frem-

går videre at det er innenlandsk kredittilførsel som har avtatt, mens sektorenes kredittilførsel fra utlandet har økt i perioden. Det siste kan blant annet ses i sammenheng med avreguleringen av kapitalbevegelsene, spesielt når det gjelder foretakenes adgang til å ta opp lån i utlandet. På fordringssiden kan det være grunn til å legge merke til at økningen i fordringene avtok i begynnelsen av perioden. Dette motvirket delvis virkningen på nettogjelden av nedgangen i kredittilførselen. Bakgrunnen var særlig nedgang i veksten for innenlandske fordringer. Gjennom 1989 økte veksten både i innenlandske og utenlandske fordringer igjen. Nedgangen i nettogjeldsveksten fortsatte dermed selv om kredittveksten ikke avtok ytterligere. Av de innenlandske fordringer er det bankinnskudd, forsikringskrav og obligasjoner som har øket mest i denne perioden, jf teksttabell 4.

Beregningene som er gjort skiller ikke mellom olje- og sjøfartssektorene på den ene side og Fastlands-Norge på den andre. Til det er det statistiske grunnlaget for spinkelt. Informasjon fra andre kilder (blant annet nasjonalregnskapet), viser imidlertid en betydelig finansiell konsolidering for private og kommuner eksklusive olje og sjøfart.

Teksttabell 4. Fordringer og gjeld for private og kommuner. Kvartalsvis endring. Milliarder kroner

Fordringer	1987 31.3	1987 30.6	1987 30.9	1987 31.12	1988 31.3	1988 30.6	1988 30.9	1988 31.12	1989 31.3	1989 30.6	1989 30.9	1989 31.12	1990 31.3
1. Sedler og mynt	−2,2	0,7	0,8	2,4	−2,4	0.5	0,3	2,1	−2,3	0,6	0,9	1,3	−2,6
2. Bankinnskudd	6,1	3,2	4,7	26,5	8,1	3,0	−4,9	14,6	−1,0	15,4	−1,7	16,2	6,1
3. Banksertifikater	0,3	−0,6	−0,5	0,5	−0,5	0,9	0,5	−0,1	0,4	−0,3	−0,1	−0,3	1,9
4. Forsikringskrav	4,7	4,0	3,5	5,7	5,6	4,3	3,0	6,7	5,8	4,9	4,3	10,5	5,6
5. Andre sertifikater	2,3	1,7	4,2	−4,3	−1,9	1,4	1,4	1,6	−0,9	−1,0	0,5	0,8	−0,3
6. Obligasjoner	2,1	4,0	2,8	−1,4	−0,3	1,7	1,7	0,5	5,0	−4,7	9,1	4,4	4,7
7. Aksjer	1,3	0,9	−1,0	4,6	0,5	0,3	0,9	0,2	−2,1	−0,8	−4,2	−2,1	−1,2
8. Markedslån mv.	0,6	−5,7	−6,6	−3,2	−2,6	−1,7	−0,3	−1,9	−1,5	−1,1	0,4	−1,1	−2,1
9. Sum innenlandske fordringer	15,2	8,1	8,0	30,7	6,4	10,4	2,6	23,7	3,6	13,0	9,3	29,7	12,1
10. Fordringer på utlandet	−0,4	18,2	2,8	8,4	10,5	5,8	−1,2	1,5	7,9	7,9	5,4	−2,1	11,0
11. Sum fordringer	14,8	26,3	10,8	39,1	16,9	16,3	1.4	25,2	11,5	21,0	14,7	27,6	23,1
Gjeld													
12. Kredittindikator	23,7	26,0	19,8	35,6	13,6	16,9	12,6	12,7	5,3	14,3	7,2	16,1	6,6
13. Aksjemarkedet	3,4	2,2	2,7	4,0	0,6	1,4	1,9	1,9	1,5	2,4	1,3	1,8	3,6
14. Sum innenlandsk gjeld	27,1	28,2	22,4	39,7	14,2	18,3	14,5	14,6	6,9	16,7	8,5	17,9	10,2
15. Gjeld til utlandet	5,6	7,3	11,2	0,8	6,4	7,4	2,9	11,4	10,3	7,7	4,9	6,3	7,8
16. Sum gjeld	32,7	35,5	33,6	40,5	20,6	25,7	17,4	25,9	17,2	24,3	13,4	24,2	18,0
Nettogjeldsøkning													
17. Innenlandsk	11,9	20,1	14,5	9,0	7,8	7,8	11,8	−9,1	3,3	3,6	−0,8	−11,8	−1,9
18. Nettokapitalinngang	6,0	−10,9	8,4	−7,6	−4,1	1,6	4,1	9,8	2,4	−0,3	−0,5	8,4	−3,2
19. Nettogjeldsøkning	17,9	9,1	22,8	1,4	3,7	9,4	15,9	0,7	5,7	3,3	−1,3	−3,4	−5,1

Sammenlikning av nettofinansinvesteringer målt fra ulike kilder

I prinsippet er det to måter utviklingen i en sektors nettofinansinvestering kan beregnes. Det kan tas utgangspunkt i nasjonalregnskapets inntektsregnskap, eller en kan beregne tallene direkte med utgangspunkt i finansielle balanser og korrigere for omvurderinger. De to metodene skal i prinsippet gi likt resultat. I tabell 2 er Norges Banks beregninger på grunnlag av finansielle balanser sammenliknet med nettofinansinvesteringer beregnet på grunnlag av nasjonalregnskapet. Tabellen viser at det er stor forskjell mellom de to tallseriene. Begge beregningsmåter viser en kraftig avdempning av nettogjeldsøkningen for private og kommuner, men dels tidsprofilen og spesielt nivået er forskjellig.

Det ligger utenfor rammen av denne artikkelen å nærmere analysere hvorfor de ulike kildene gir relativt forskjellige tall. Overfor har det vært nevnt at data fra de finansielle balansene kan være påvirket av omvurderinger og at enkelte objekter som for eksempel kapitalinnskudd og varekreditter ikke er spesifisert. Videre kan det nevnes at nasjonalregnskapet er beregnet i påløpne størrelser. Det vil for eksempel bety at skattekreditter vil kunne gi oppphav til forskjeller mellom tallene for enkelte år, selv om dette neppe kan være tilfelle over en årrekke. Utenriksregnskapet er en viktig kilde for å beregne finansinvesteringer på grunnlag av nasjonalregnskapstall. Det er også knyttet usikkerhet til utenriksregnskapets tall ved at en registrerer en stor uforklart differanse mellom driftsregnskapet og kapitalregnskapet.

Avsluttende merknader

Som nevnt ovenfor ble Norges Banks anslag på utviklingen i private og kommuners nettogjeld laget fordi det ikke fantes alternativ statistikk som kunne belyse utviklingen målt fra finanssiden. Av flere grunner er imidlertid ikke disse beregningene fullt ut tilfredstillende. Norges Banks databank, FINDATR, som inneholder kvartalvise finansielle sektorbalanser fra 1975, vil etterhvert kunne erstatte de foreløpige beregningene. FINDATR er beskrevet i egen artikkel i dette nummer av PEK.

Aktiviteten i de norske markeder for fremtidige renteavtaler (FRA) og valutaopsjoner

Lasse Ruud, konsulent i Finansmarkedsavdelingen og Bjarne Gulbrandsen, konsulent i Statistikkavdelingen i Norges Bank

Fra og med juli 1988 har banker som handler valutaopsjoner vært pålagt å sende inn månedsrapporter over utestående kontrakter til Norges Bank. Fra og med august 1989 har Norges Bank innhentet månedsrapporter over utestående kontrakter også fra de banker som er «market-makere» i FRA i norske kroner. Bakgrunnen for å hente inn rapportene var et ønske om økt innsikt i markedene for disse instrumentene. Norske banker er aktive i FRA også i flere utenlandske valutaer. Norges Bank innhenter imidlertid ikke tall for slik handel, og utenlandske FRA vil derfor ikke bli kommentert her.

Frem til juli 1990 fastsatte valutareguleringen visse begrensninger for publikums handel i valutaopsjoner, mens FRA i norske kroner ikke har vært gjenstand for noen form for regulering fra myndighetenes side. Generelt er imidlertid de nye finansielle instrumentene omfattet av betydelig oppmerksomhet, noe som kommer til uttrykk både i endringer i lov om verdipapirhandel i 1989, og i arbeidet som pågår vedrørende skatteregler og regnskapsforskrifter.

Denne artikkelen omtaler markedene for de to nevnte instrumentene, og størrelsen på dem illustreres ved å publisere aggregerte tall på basis av de innhentede rapporter.

Hva er en fremtidig renteavtale (FRA)?

En FRA er en forpliktende avtale om en rentesats som skal gjelde for et bestemt beløp (hovedstol) for en bestemt renteperiode som begynner å løpe på et fremtidig tidspunkt. Den fremtidige rentesatsen kalles FRA-renten. Perioden den fremtidige rentesatsen skal gjelde for kalles den fremtidige renteperioden eller kontraktsperioden. Referanserenten er et gjennomsnitt av kvoterte NIBOR-renter (renter i interbank-markedet) for den aktuelle renteperioden på Reuter-skjermer (der høyeste og laveste kvotering ikke medregnes) to dager før kontraktsperioden begynner å løpe.

Kontrakten gjøres opp samme dag som kontraktsperioden starter, på grunnlag av forskjellen mellom den avtalte FRA-renten og referanserenten. Hvis referanserenten er høyere enn FRA-renten, vil den som har kjøpt en FRA få en utbetaling fra selger. For en låntaker med flytende lån, som ønsker å gardere seg mot en renteøkning i fremtiden, kan det derfor være aktuelt å kjøpe en FRA. Motivet for å kjøpe en FRA kan imidlertid også være å spekulere i en fremtidig renteøkning. Kjøpers gevinst vil utgjøre hovedstol multiplisert med rentedifferansen og hvor stor andel kontraktsperioden utgjør av et renteår. Siden NIBOR er basert på etterskuddsvis renteberegning vil utbetalingen fra selger til kjøper bli redusert til den neddiskonterte verdien av gevinsten. Hvis referanserenten er lavere enn FRA-renten, vil den som har kjøpt en FRA gjøre en utbetaling til selger beregnet etter det samme prinsipp. For en som har foretatt en plassering til flytende rente, og som ønsker å sikre seg mot et rentefall, kan det derfor være aktuelt å selge en FRA. Salg av FRA kan også være motivert ut fra spekulasjon i et rentefall.

Det påløper ingen betalinger ved inngåelse av en FRA. Som vist over forfaller ikke hovedstol, dvs. det underliggende kontraktsbeløp, til betaling ved oppgjør, men utgjør bare et beregningsgrunnlag for renteberegningen. En FRA gir derfor ingen lik-

viditetseffekt før ved forfall, og denne skriver seg da bare fra en eventuell forskjell mellom FRA-renten og referanserenten. Handel i instrumentet krever derfor liten likviditet, og gir også liten kredittrisiko fordi hovedstolen ikke forfaller til betaling.

Et standardisert marked

De norske bankene startet omsetning av norske FRA våren 1987, i form av ikke-standardiserte kontrakter. Fra sensommeren 1987 ble det også etablert et opplegg for handel av standardiserte kontrakter. I dag foregår nesten all omsetning i form av standardiserte kontrakter. Standardiseringen består i at det handles faste beløp for de ulike kontraktsperiodene. Dessuten starter og forfaller kontraktsperiodene på en IMM-dato, som opprinnelig er forfallsdatoene på financial futures børsen i Chicago, nemlig tredje onsdag i mars, juni, september og desember. IMM-datoene er hyppig brukte forfallsdatoer internasjonalt for ulike instrumenter utenom balansen. Ut fra måten de er definert på vil standardiserte kontrakter dekke kontraktsperioder på hele kvartaler, fra ett kvartal og oppover. I praksis handles det kontrakter med kontraktsperioder på 3,6,9 og 12 måneder, men i teorien

Teksttabell 1. Utestående FRA i norske kroner ved utgangen av juli 1990, fordelt på ulike renteperioder. (Tall for innenlandske bankenheter i banker som er «markedsmakere» i instrumentet)

Tidspunkt for start på kontraktsperioden	Kontraktsperiode (rentekontraktens løpetid)		Kjøp i ulike renteperioder i % av samlet kjøp	Salg i ulike renteperioder i % av samlet salg
	TOTALT		64,9	64,2
Førstkommende	Herav:	3 mndr.	14,6	15,2
IMM — dato		6 mndr.	31,6	29,9
(tredje onsdag		12 mndr.	18,7	19,1
i sept. 1990)		Andre standardiserte kontraktsperioder	0,0	0,0
	TOTALT		22,5	22,8
Andre	Herav:	3 mndr.	3,7	5,3
IMM — dato		6 mndr.	10,7	8,7
(tredje onsdag		12 mndr.	8,1	8,8
i des. 1990)		Andre standardiserte kontraktsperioder	0,0	0,0
	TOTALT		8,0	7,6
Tredje	Herav:	3 mndr.	1,2	1,0
IMM — dato		6 mndr.	4,0	3,8
(tredje onsdag		12 mndr.	2,8	2,8
i mars 1991)		Andre standardiserte kontraktsperioder	0,0	0,0
	TOTALT		2,2	3,6
Fjerde	Herav:	3 mndr.	0,8	1,6
IMM — dato		6 mndr.	0,6	1,4
(tredje onsdag		12 mndr.	0,8	0,6
i juni 1991)		Andre standardiserte kontraktsperioder	0,0	0,0
Senere IMM — dato			1,9	0,9
	SUM standardiserte kontrakter		99,5	99,1
	SUM ikke-standardiserte kontrakter		0,5	0,9
			100,0	100,0

Kilde: Norges Bank

kan det godt omsettes kontrakter med lengre kontraktsperioder. Videre er det vanlig for norske FRA at starttidspunktet for kontraktsperioden er 1 til 4 IMM-datoer frem i tid.

Teksttabell 1 viser andelen av innenlandske bankenheters utestående kontrakter pr. utgangen av juli 1990 fordelt på ulike kontraktsperioder og ulike tidsrom fram til kontraktsperiodene begynner å løpe. En loddrett summering av prosentandelene viser at ca. 99% av markedet for norske FRA består av standardiserte kontrakter mens ca. 1% består av ikke-standardiserte kontrakter. Av tabellen framgår det videre at hovedtyngden av kontraktsvolumet pr. utgangen av juli (ca. 65% av markedet) kommer til forfall på førstkommende IMM-dato, og at det gradvis blir lavere kontraktsvolumer på de neste IMM-datoer. Siden Norges Bank startet å innhente rapporter over bankenes FRA-handel i august 1989, har utviklingen gått i retning av at en økt andel av kontraktene kommer til forfall på førstkommende IMM-dato, mens en redusert andel av kontraktene kommer til forfall på tredje og fjerde IMM-dato.

For å finne ut om bankene samlet sett tar posisjoner i FRA må vi studere forskjeller mellom kjøp og salg innenfor hver enkelt renteperiode. Tallmaterialet fra i juli måned viser at bankene samlet sett i liten grad tok posisjoner innenfor de ulike renteperioder. Det samme gjelder for hele perioden Norges Bank har innhentet tall for, også hvis vi ser på den enkelte bank.

Prising av en FRA

Syv norske banker er «market-makere» i norske FRA. De stiller priser gjennom å oppgi FRA-renter på Reuter-skjermen. Bankene får inntekter gjennom en fast «spread» mellom FRA-renten ved kjøp og salg. En FRA prises ved hjelp av to NIBOR-renter. Dette kan illustreres gjennom et eksempel: Vi skal komme fram til FRA-renten for en kjøpt kontrakt med tre måneders kontraktsperiode, der kontraktsperioden skal begynne å løpe om 6 måneder. Denne kontrakten vil altså komme til forfall og oppgjør om 6 måneder, og gjennomsnittlig 3 måneder NIBOR på dette tidspunkt vil bli referanserenten. FRA-renten i dette eksemplet kan utledes av 6 måneders og 9 måneders NIBOR på det tidspunkt FRA-kontrakten inngås.

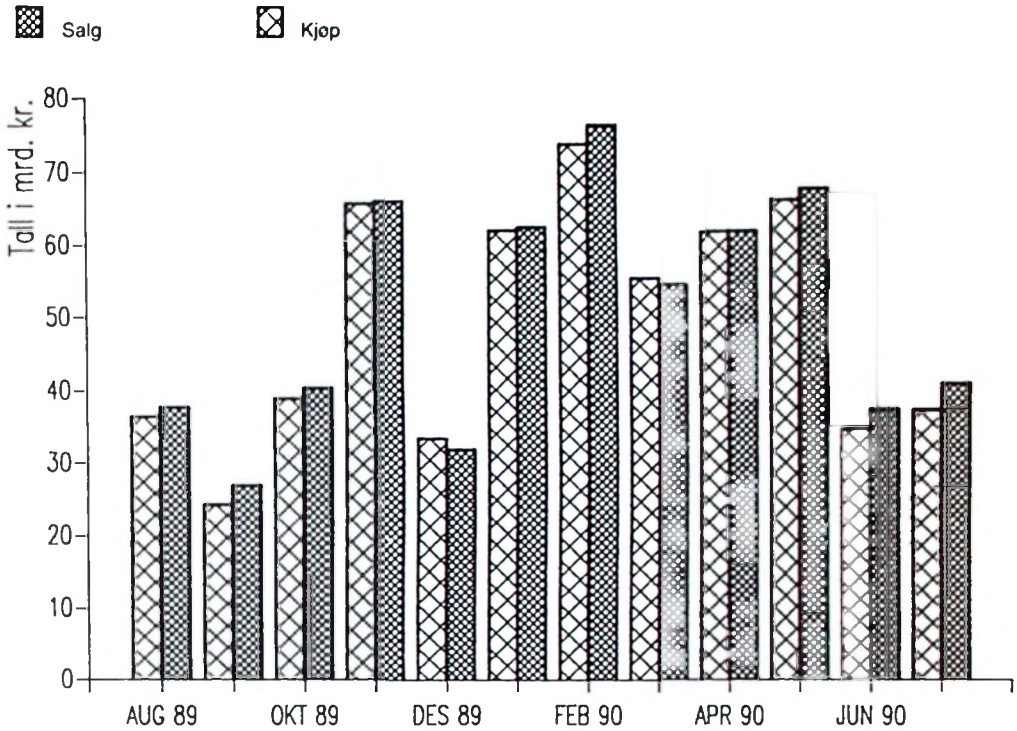
Anta at vi ser på en aktør som har lånemuligheter med rente knyttet til NIBOR, og som vil sikre en gitt innlånsrente for et 3 måneders lån som starter om 6 måneder. Vedkommende kan i stedet for å kjøpe en FRA, ta opp et 9 måneders lån (til 9 måneders NIBOR-rente) og plassere låneprovenyet i 6 måneder (til 6 måneders NIBOR-rente). Hvis FRA-renten ikke samsvarer med NIBORs implisitte renter for den fremtidige renteperiode det er aktuelt å inngå en FRA for, er det altså mulig å arbitrere mellom FRA-renten på den ene side og en kombinasjon av lån og innskudd etter NIBOR-betingelser på den annen side. FRA-renter vil derfor til en hver tid reflektere implisitte renter etter NIBOR, og gir således et godt uttrykk for hvilke forventninger bankene har til fremtidige rentesatser.

En aktør som forventer at 3-måneders NIBOR om 6 måneder vil bli høyere enn hva den implisitte rente for denne renteperioden er i dag, bør kjøpe en FRA ut fra denne antakelsen. Tilsvarende bør en aktør som forventer at 3-måneders NIBOR om 6 måneder vil bli lavere enn hva den implisitte rente for denne perioden er i dag, selge en FRA.

Omfanget av markedet for norske FRA

Norges Bank innhenter som nevnt innledningsvis månedlige oppgaver for utestående FRA i kroner fra de syv norske bankene som er «market-makere» i instrumentet. De av bankene som har utenlandske filialer må skille mellom beholdninger i innenlandske bankenheter og beholdninger i utenlandske filialer.

Figur 1. Samlet beholdning av FRA i norske kroner i innenlandske bankenheter som er «market-makere» i instrumentet. Milliarder kroner

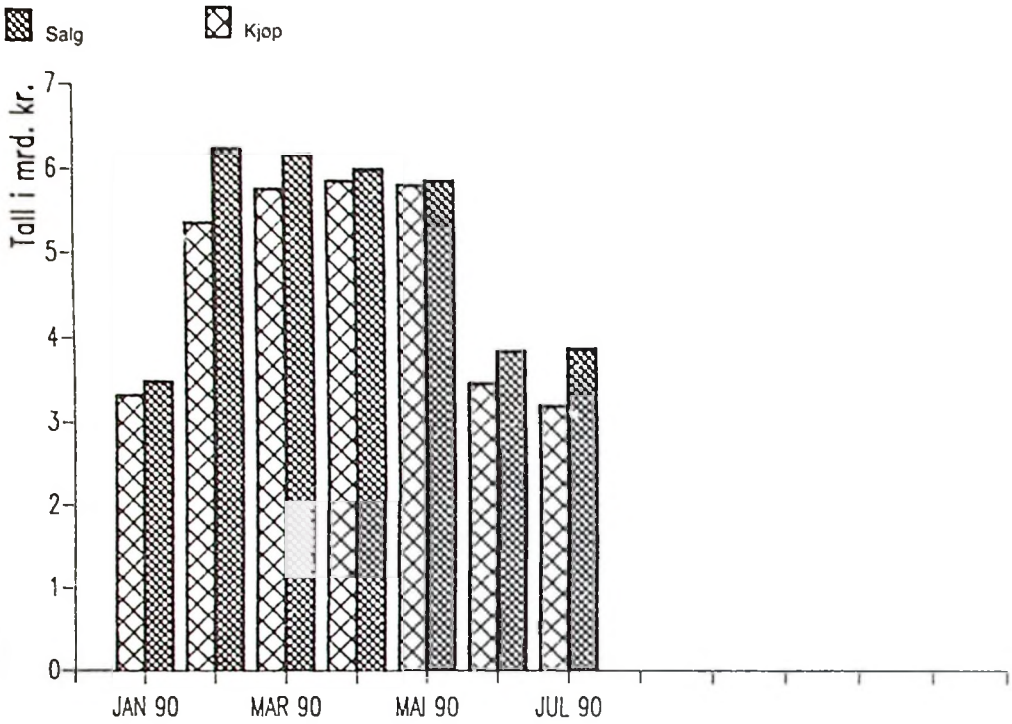


Kilde: Norges Bank

Figur 1 gir en oversikt over utestående FRA for de innenlandske bankenheter i de syv bankene som er «market-makere» i instrumentet. Tidsserien som, går fra august 1989 til og med juli 1990, viser kjøp og salg summert hver for seg. Tallene angir verdien av hovedstolen (som er det beløp som legges til grunn for renteberegningen hvis referanserenten avviker fra FRA-renten). Figur 1 gir en oversikt over utviklingen av innenlandske bankenheters samlede kjøp og salg av FRA. I hele perioden motsvares samlet kjøp av et omtrent like stort samlet salg. Gjennomsnittlig utestående kjøp pluss salg i perioden er på 97,5 milliarder kroner. Utestående volumer går i klare 3-måneders sykluser, som følge av 3-måneders intervaller mellom IMM-datoene, og at nesten alle kontrakter er standardiserte. For eksempel var tredje onsdag i desember en IMM-dato. Ved utgangen av desember har derfor kontraktsvolumet sunket hvis vi sammenlikner med tallene for utgangen av november. Årsaken er at en stor andel av kontraktsvolumet er blitt gjort opp, uten at tilsvarende nytegning har funnet sted. I januar og februar stiger utestående kontraktsvolum som følge av nytegning av kontrakter, samtidig som ingen av de standardiserte kontraktene kommer til forfall.

Figur 2 gir oversikt over utestående FRA i utenlandske filialer eiet av innenlandske banker som er «market-makere» i instrumentet. For de utenlandske filialene foreligger det bare tall fra og med januar 1990. Gjennomsnittlig kontraktsvolum for kjøpte pluss solgte FRA i kroner er på 9,7 milliarder kroner i perioden. Også filialene har den samme 3-måneders syklusen for utestående volumer, hvilket tyder på at også de hovedsaklig handler standardiserte kontrakter.

Figur 2. Samlet beholdning av FRA i norske kroner i utenlandske filialer eiet av innenlandske «market-makere» i instrumentet. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Hvem handler FRA?

Ved utgangen av juli 1990 var 78% av innenlandske bankenheters kontraktsvolum interbankhandel (mot annen innenlandsk bankenhet). 13% av kontraktsvolumet var mot utlandet (eksklusive egne utenlandske filialer), mens bare 9% var mot innenlandske kunder utenom banksektoren. Det er ikke grunn til å bli forbauset over at interbankhandelen utgjør en stor andel av markedet. Bankenes «market-making» gjør at de vil ha behov for hyppige justeringer av sine posisjoner. Siden starten på rapporteringen av FRA har interbankhandelen steget noe relativt sett, mens handelen mot utenlandske kunder har sunket relativt sett. Det gjøres oppmerksom på at interbankhandelen kan skjule handel mot innenlandske og utenlandske kunder utenom banksektoren, siden det bare innhentes rapporter fra de banker som er «market-makere» i FRA. En handel fra en «market-maker» til en annen innenlandsk bank, som ikke er «market-maker», blir dermed registrert som interbankhandel selv om forretningen gjøres på vegne av en kunde. Det er imidlertid lite som tyder på at slik handel er omfattende.

Ved utgangen av juli 1990 var 74% av kontraktsvolumet til «market-makeres» utenlandske filialer mot norske bankers innenlandske bankenheter, mens 26% av volumet var mot utlendinger. Motpartsandelene har ligget rundt disse nivåene siden rapporteringen fra utenlandske filialer startet. I perioder har det også vært litt handel av FRA mot norske kunder utenom banksektoren.

Bankenes nytte av instrumentet

Bankene kan få inntekter av sin handel med FRA gjennom sin «spread» eller gjennom å ta egne posisjoner. Som det framgår av tabellene foran er mesteparten av handelen interbank-handel, som ikke gir «spread»-inntekter til bankene sett under ett. Ut fra Norges Banks tallmateriale virker det ikke som om bankene posisjonerer seg særlig sterkt i instrumentet (jf for eksempel tekst-tabell 1), hvilket innebærer at de heller ikke får særlige inntekter gjennom egne posisjoner. Forøvrig vil posisjoner bankene imellom heller ikke gi inntekter til bankene sett under ett.

Det virker som om bankene må øke sin handel med FRA mot kunder for at instrumentet skal bli et brukbart forretningsområde. Det er åpenbart at bankene har et kundegrunnlag for instrumentet, både fra utenlandske og innenlandske kunder. Spørsmålet er derfor hvorfor ikke kunder i større utstrekning handler FRA. En forklaring kan ligge i at kundene muligens ikke har stor nok tillit til at fastsettelse av referanserenten er upartisk. For tiden legges det til grunn NIBOR-noteringer fra fem av «market-makerne» for å fastsette referanserenten. Høyeste og laveste notering trekkes ut, og gjenværende noteringer legges til grunn for å beregne den gjennomsnittsrente som blir referanserenten. En endring i en av noteringene kan gi kraftig utslag i referanserenten. Noen fullgod garanti mot manipulasjon av referanserenten gir beregningssystemet derfor ikke.

Bankene kan også benytte FRA som et sikringsinstrument for egne posisjoner. Det er grunn til å tro at bankene til en viss grad benytter instrumentet til å gjøre sikringsforretninger på mikro-nivå, dvs for enkeltengasjementer eller deler av sin portefølje. Dersom bankene benytter FRA til å avdekke netto renteeksponering på hele balansen og utenom-balansen sett under ett, ville en forvente at de var netto kjøpere av FRA, som følge av kortere rentebindingstid på passiva enn på aktiva. Tallene tyder imidlertid ikke på at bankene benytter FRA til dette formål.

Valutaopsjoner

Kort om opsjonsterminologi

En valutaopsjon er definert som en kontrakt som gir kjøperen en rettighet, men ingen forpliktelse, til å kjøpe eller selge en bestemt valuta til en på forhånd avtalt kurs. På samme måte som en terminkontrakt gir dette kjøperen mulighet for å sikre seg en bestemt kurs ved veksling av valuta på et fremtidig tidspunkt. En terminkontrakt forplikter imidlertid kjøperen til å veksle valuta, mens vedkommende fritt kan velge om kontrakten skal innløses når det gjelder en opsjonsforretning. Kjøper sikrer seg dermed mot en ugunstig valutakursutvikling, og denne fleksibiliteten motsvares av en tilsvarende potensiell risiko for selger.

Kontrakten spesifiserer om kjøperen erverver rettigheten til å kjøpe valuta til en bestemt kurs, kjøpsopsjoner, eller rettigheten til å selge valuta til en bestemt kurs, salgsopsjoner. For den enkelte markedsaktør gir dette fire typer opsjonskontrakter. Kjøp eller salg av en kjøpsopsjon, og kjøp eller salg av en salgsopsjon. En kjøpsopsjon vil således innebære at kjøper har en rett til å kjøpe valuta til en avtalt kurs, samtidig som selger er forpliktet til å selge til denne kursen. For en salgsopsjon oppnår kjøper en tilsvarende rett til å selge valuta.

I kontrakten bestemmes også forfallsdato, beløp, kontraktskurs (den omvekslingskurs som skal benyttes på forfallsdato) og opsjonstype. Det skilles mellom to opsjonstyper; europeiske og amerikanske. De europeiske kan bare innløses på forfallsdato, mens de amerikanske kan innløses på ethvert tidspunkt mellom kontraktsinngåelse og forfallsdato.

Forfallsdato kan i prinsippet være på ethvert tidspunkt i fremtiden, men begrenses

nedad av praktiske forhold (»transaksjonskostnader») og oppad av den naturlige tidshorisont for å gjøre anslag på valutakurser. I praksis handles det svært få kontrakter med løpetider utover 12 måneder. Den kontraktskurs som avtales kan være lik dagens valutakurs (spotkurs), men den kan like gjerne ligge over eller under.

Prising av valutaopsjoner

For å oppnå en slik valgfrihet med hensyn til kjøp eller salg av en bestemt valuta, må kjøperen betale en premie ved inngåelse av kontrakten. Denne premien er i stor grad relatert til det potensielle tap som utstederen (selgeren) kan bli påført som følge av avtalen. De valutaopsjonene som omsettes i Norge er skreddersydde instrumenter, der beløp, forfallsdato og kontraktskurs blir bestemt i det enkelte tilfellet. Slike skreddersydde opsjoner er normalt ikke omsettelige i et annenhåndsmarked, og premien vil derfor først og fremst bli bestemt utfra de spesifikasjoner som angis i kontrakten. Det omsettes ikke standardiserte valutaopsjoner i Norge, slik som forholdet er for FRA i norske kroner og for aksjeopsjoner.

Differansen mellom spotkurs og den avtalte kontraktskurs påvirker verdien på en slik måte at kjøpsopsjoner vil ha en lavere premie desto høyere kontraktskurs i forhold til spotkurs. Premien er dessuten avhengig av differansen i rentenivået i de to aktuelle valutaer. Kjøp eller salg av en valutaopsjon er et alternativ til kjøp eller salg av den aktuelle valuta, og premien på kontrakten vil derfor også avhenge av forskjellen i avkastning mellom de to valutaer.

Også opsjonstype, forfallsdato og variansen til valutakursen er bestemmende for premien. Det kan være litt interessant å se nærmere på hvordan den siste variabelen fastlegges, fordi det er den eneste variabelen som ikke er observerbar når kontrakten inngås.

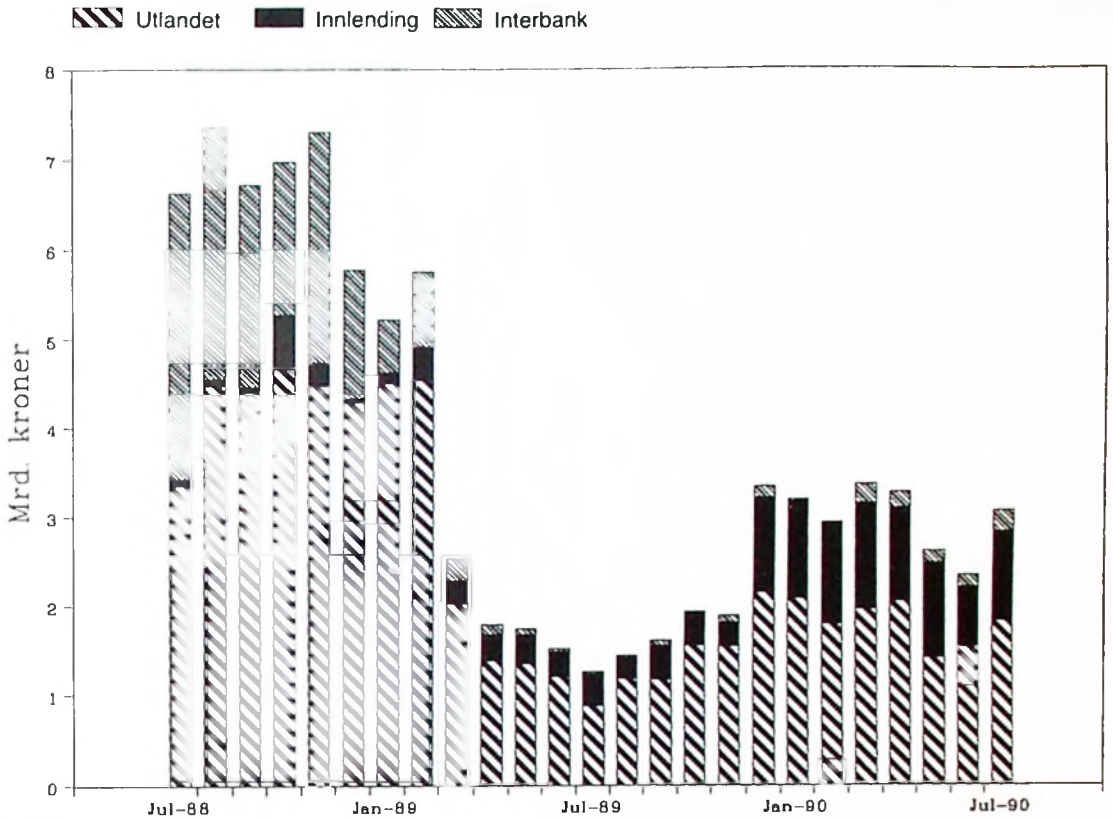
Beregning av valutakursens varians

I opsjonsteori er det vanlig å ta utgangspunkt i en teori om at tidsforløpet til en valutakurs kan beskrives ved hjelp av en spesiell stokastisk prosess. Denne prosessen beskriver utviklingen i valutakursen ved en fast endringsrate samt et normalfordelt «støyledd» som avhenger av tidsperioden. Indirekte gir dette sannsynligheter som utstederen benytter til å beregne premien. Premien er betaling for sannsynlige tap, og følgelig vil en kontrakt med lang løpetid, for eksempel seks måneder, ha en høyere premie enn en identisk kontrakt med forfall om en måned.

Det benyttes ulike strategier for å estimere denne variansen. I utgangspunktet er det to hovedprinsipper for slike beregninger, og norske aktører benytter seg av begge disse metodene. Den ene metoden baserer seg på relative valutakursendringer for en viss historisk periode, for eksempel siste måned frem til kontraktsdato. Utfra disse observasjonene kan man ved hjelp av en teoretisk modell beregne den aktuelle variansen, og derigjennom også premien. Hvor lang den historiske observasjonsperioden bør være er mer usikkert. Dersom valutakursen har variert mye den siste måneden, vil bruk av en observasjonsperiode på en måned sannsynligvis gi større varians og høyere premie enn en observasjonsperiode på for eksempel seks måneder. Ofte velger man en fast observasjonsperiode, for eksempel tre måneder, og benytter denne til alle kontrakter.

Den andre metoden baserer seg på beregning av såkalt implisitt fluktuasjonsgrad. Det vil si at en tar utgangspunkt i historiske opsjonspremier. Ved å sette disse inn i en matematisk formel for beregning av opsjonspremier, finner man verdier for de faktisk benyttede variansestimater. Disse variansestimatene blir deretter benyttet til beregning av premien.

Figur 3. Utestående opsjonskontrakter mot norske kroner. Milliarder kroner



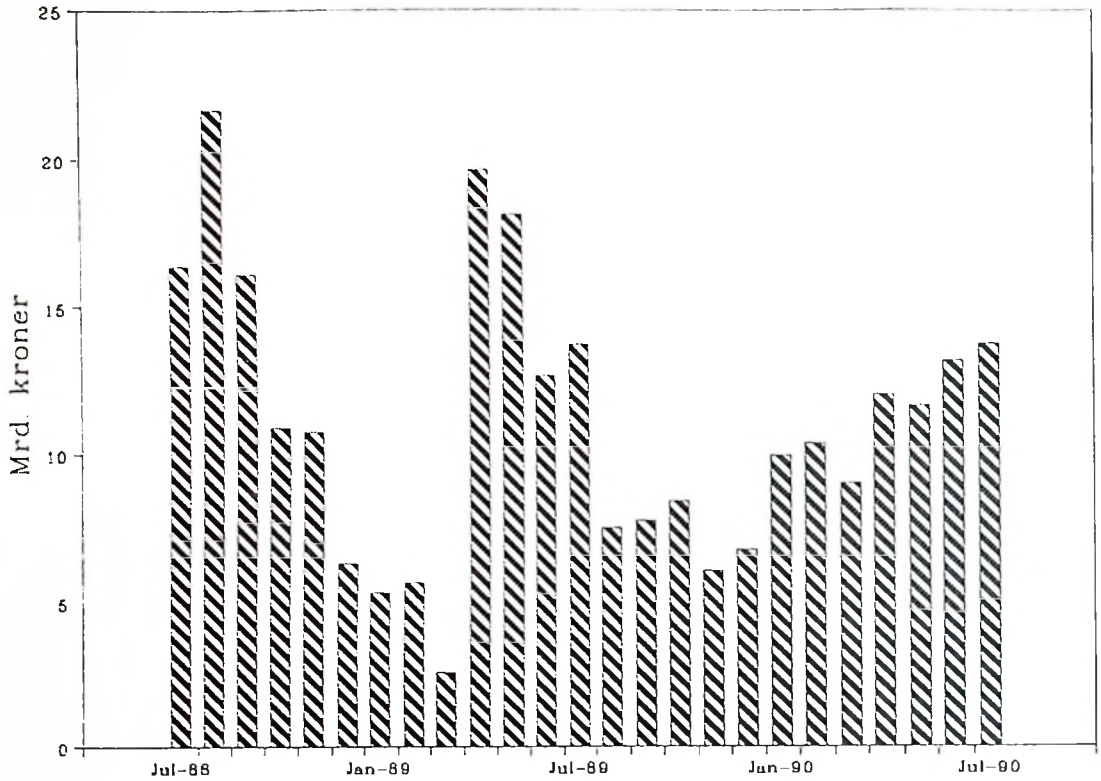
Kilde: Norges Bank

Det norske valutaopsjonsmarkedet

Handelen i det norske markedet for valutaopsjoner er dominert av de store profesjonelle aktørene, representert ved både norske og utenlandske markedsdeltakere. Norske valutabankers adgang til å utstede valutaopsjonskontrakter ble åpnet fra høsten 1983, men det var først fra sommeren 1985 at bankene fritt kunne utstede slike kontrakter, så lenge deres totalposisjon i valuta mot norske kroner holdt seg innenfor nullposisjonsreguleringens rammer. De første årene var aktiviteten i markedet liten, og det var bare tre til fire norske banker som var aktive som utstedere. Etter at særskilt rapporteringsplikt for handel i valutaopsjoner ble pålagt har mellom fem og ni banker rapportert aktivitet. Rapporteringen skiller mellom opsjonsforretninger der en av valutaene er norske kroner, og forretninger der det handles i to utenlandske valutaer. For begge grupper skal det rapporteres handel innen alle fire transaksjonstyper (kjøpte og solgte kjøps- og salgsopsjoner). Tallmaterialet fra disse rapportene bearbeides i Norges Bank, og det som her presenteres av tall og figurer er basert på denne informasjonen.

Totalaktiviteten i valutaopsjoner er foreløpig liten i forhold til spot- og terminmarkedene. Verdien av utestående kontrakter der norske kroner inngår er i underkant av 4 milliarder kroner i gjennomsnittet over rapporteringsperioden, regnet som summen av de fire transaksjonstypene. Aktiviteten er ganske jevnt fordelt mellom de fire typene. Solgte salgsopsjoner utgjør vel 30% av samlet kontraktsvolum, mens de andre tre typene ligger i overkant av 20%. Det er noe høyere aktivitet i kontrakter der bare uten-

Figur 4. Utestående opsjonskontrakter for handel i utenlandske valutaer. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

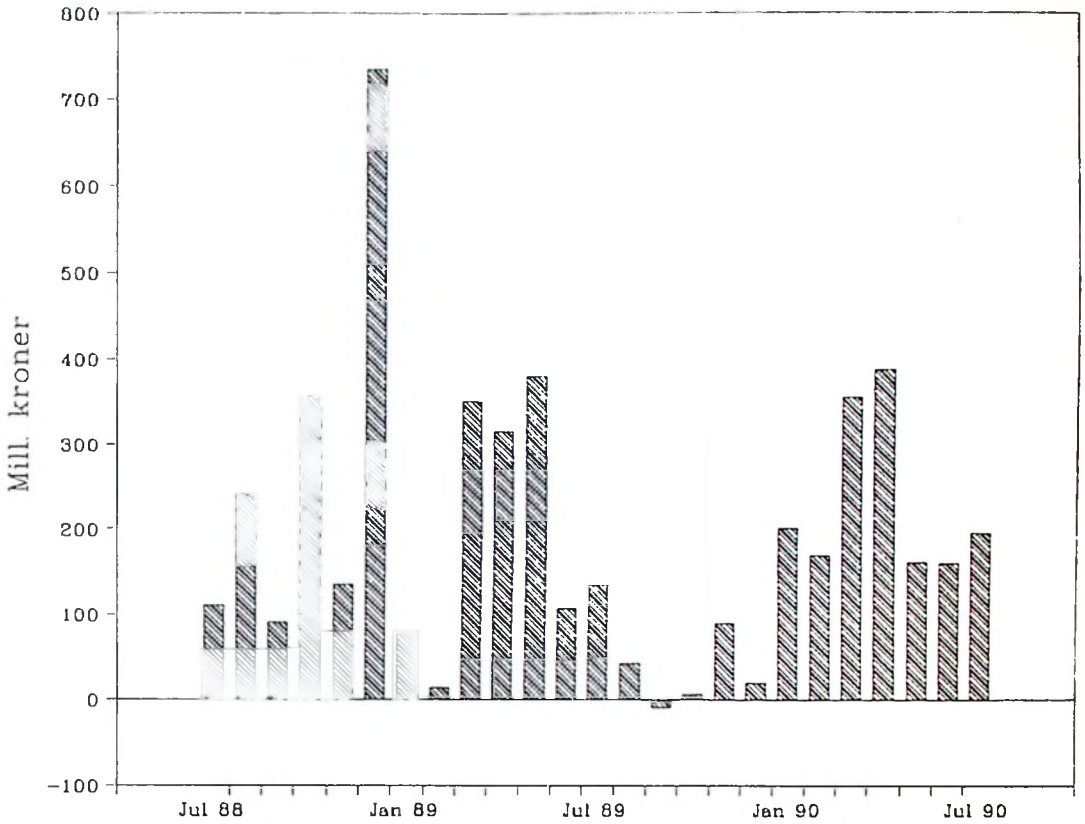
landske valutaer er involvert. Gjennomsnittsverdien her ligger på 12 milliarder norske kroner, med enkelte måneder over 20 milliarder.

Det har vært store variasjoner i aktiviteten gjennom rapporteringsperioden. Den største aktiviteten ble registrert det første halve året etter at rapporteringen begynte. Fra februar til mars 1989 var det et markert fall i verdien av utestående kontrakter, og den lave aktiviteten varte frem til utgangen av året da det igjen ble et lite oppsving. I figur 3 er denne utviklingen illustrert ved bankenes totale utestående volumer med oppgjør mot norske kroner, fordelt etter hvilken sektor som er bankenes motpart i kontraktene. Det skilles mellom sektorene forretnings- og sparebanker (interbank), andre innenlandske aktører (innlending) og utlandet.

Det var trolig flere forhold som førte til at aktiviteten skrumpet inn i begynnelsen av 1989. Høsten 1988 opplevde flere banker tap på denne aktiviteten. Fordi markedet bestod av få aktører var det lett for bankene å bli sittende fastlåst i enkelte posisjoner, uten å oppnå en tilfredsstillende inndekning i opsjonsmarkedet. I tillegg var det i enkelte av bankene behov for justering av risikoprofil, noe som også medførte en reduksjon i opsjonsengasjementene.

Figuren illustrerer også utlendingenes dominans i markedet. I hele perioden foregår mer enn 50% av bankenes handel mot utenlandske aktører. Etter fallet i aktiviteten første halvår 1989 er interbankhandelen nesten fullstendig forsvunnet. Handelen mot innenlandske kunder har derimot utviklet seg fra å være et marginalt segment, til idag å utgjøre drøyt 30% av markedet.

Figur 5. Bankenes valutaopsjonsposisjon mot norske kroner. Millioner kroner



Kilde: Norges Bank

Opsjonshandelen med oppgjør mot norske kroner er fullstendig dominert av kontrakter for kjøp eller salg av amerikanske dollar. Det siste året har imidlertid dollarandelen sunket, til fordel for tyske mark og japanske yen. I annet halvår 1988 ble omlag 95% av alle kontrakter inngått mot USD, mens DEM utgjorde 3%. I første halvdel av 1990 har dollarandelen sunket til 79%, mens DEM nå utgjør snaut 10% og JPY 5%.

Valutaopsjoner mellom to utenlandske valutaer blir handlet for mer enn 10 forskjellige valutaslag, men også her er amerikanske dollar klart dominerende. Figur 4 viser tidsutviklingen for denne kategori kontrakter. Verdien av de utestående kontraktene viser her en noe annen tidsutvikling enn kontrakter med oppgjør mot norske kroner. Aktiviteten var riktignok også her meget lav i mars 1989, men sommeren 1989 var verdien oppe på et like høyt nivå som før.

Bankene har vært pålagt nullposisjonsregulering frem til 1. juli 1990, hvilket vil si at deres valutaposisjon mot norske kroner ikke skulle avvike systematisk fra null. Et av Norges Banks formål med å kreve rapportering av utestående valutaopsjonskontrakter, var å få en oversikt over bankenes valutaposisjoner i opsjoner, og sammenholde dette med tilsvarende valutaposisjoner i andre finansinstrumenter. Figur 5 viser at bankene i den aktuelle perioden stort sett har hatt positive nettoposisjoner i valutaopsjoner mot NOK. Kun september 1989 viser en negativ opsjonsposisjon for bankene som helhet. I de senere år har bankenes utestående valutalån vært langt større enn deres valutaaktiva. Bankenes positive

opsjonsposisjon sammen med deres positive terminposisjon (som er langt større, og mer systematisk) utgjør motsatsen til deres negative valutaposisjon på balansen.

Avslutning

De to instrumentene som omtales i denne artikkelen dukket opp i bølgen av nye finansielle instrumenter på begynnelsen av 1980-tallet. Rundt midten av 1980-årene forventet mange at disse markedene ville oppleve en kraftig vekst i den nærmeste fremtid. I Norge synes denne veksten å ha uteblitt for FRA og valutaopsjoner. Markedene er tynne, og det begrensede antallet aktører medfører at de tørker inn i perioder. Begge instrumenter har derfor mindre betydning enn hva valutaterminforretningene har i det norske markedet.

En forutsetning for at aktiviteten i de to instrumentene skal vokse, synes å være at innenlandske og utenlandske aktører utenom banksektoren deltar i større grad. Det kan se ut som om valutaopsjonsmarkedet er i ferd med å styrke sin posisjon i så måte. I siste halvdel av 1989, og spesielt i første halvdel av 1990, har innlendinger utenom banksektoren øket sin markedsandel, både relativt og absolutt. Markedet for norske FRA har ikke opplevet en tilsvarende vekst i handelen med aktører utenfor banksektoren. Den interbankhandel som eksisterer i dag bidrar imidlertid til å skape likviditet i markedet, og er således et grunnlag for at en slik utvikling skal kunne finne sted.

Har store banker kostnadsfordeler?

Sigbjørn Atle Berg, forskningssjef i Utredningsavdelingen i Norges Bank

Norge har fortsatt svært mange banker i forhold til størrelsen på økonomien, men tallet er raskt avtakende. Særlig det siste året har vi sett store endringer i bankstrukturen. Bergen Bank og Den norske Creditbank har dannet Den norske Bank, som skal drive i en skala vi ikke har sett før på det norske markedet. Kreditkassen og Fokus Bank arbeider begge med overtakelse av mindre forretningsbanker. Viktige sparebanker på Østlandet vil slå seg sammen til en stor enhet.

Lederne i bankvesenet ser ut til å være overbevist om fordelene ved å bli større. Deres viktigste argument er at store enheter kan utføre banktjenester billigere enn små, og at norske banker dermed må bli større for å konkurrere med utenlandske banker. I dette argumentet ligger også at det er en samfunnsøkonomisk gevinst å hente ved å la bankene slå seg sammen til større enheter.

Empiriske studier av stordriftsfordeler i bankvirksomhet

Meinich (1989) skrev en kommentar til dannelsen av Den norske Bank, der han trakk i tvil om det er noen kostnadsfordeler ved stordrift i bank. Han pekte videre på at store banker har større muligheter til å oppnå markedsmakt. Dette er en bedriftsøkonomisk fordel som kan motivere fusjoner, men samfunnsøkonomisk representerer det en ulempe.

Meinich baserte sin tvil om stordriftsfordelene på empiriske studier av kostnadsforholdene i amerikanske banker, og særlig på en oversiktsartikkel av Clark (1988). Clarks konklusjoner er klare nok, og de faller sammen med konklusjonene i andre oversikter, se Kolari and Zardkoohi (1987). Det er ingenting som tyder på stordriftsfordeler i bankvirksomhet, i alle fall ikke utover en viss minstestørrelse. Det ser heller ut til at større banker har høyere enhetskostnader enn små banker. Men Clark understreker også at studiene som er foretatt har en rekke svakheter. Det er derfor mulig at konklusjonene vil bli modifisert av senere studier.

Hva produserer en bank?

Spørsmålet er hvordan produksjonen i en bank skal måles. I studier som bare bruker ett produksjonsmål, er det vanlig å velge totale aktiva. Men to banker med samme forvaltningskapital kan drive svært ulike virksomheter. Et norsk eksempel kan være en sammenligning mellom en sparebank med mange små innskudds- og utlånskunder på den ene siden, og en liten forretningsbank som i stor grad tar sine innlån fra pengemarkedet og låner ut til næringsvirksomhet på den andre siden. Det er urimelig å anta at de to bankene skal ha sammenlignbare kostnader. Det er også foretatt studier som viser at slik aggregering til ett produksjonsmål kan gi misvisende resultater, se Kim (1986).

Mange studier tar hensyn til dette ved å spesifisere flere produksjonsmål. Det vanligste er å skille mellom innskudd fra mindre kunder og innlån fra pengemarkedskunder, og dessuten å skille mellom utlån til ulike formål. Dette skulle ta hensyn til innvendingene mot sammenligningen mellom spare- og forretningsbanken ovenfor. Det viser seg da at konklusjonen om manglende

stordriftsfordeler gjelder enten man bruker ett eller flere produksjonsmål for bankenes aktiviteter.

Det kan argumenteres for at produksjonen ikke bør måles ved totale saldi på ulike typer konti, men ved antall konti. Bankens kostnader kan avhenge mer av hvor mange konti den har enn av hvor stor samlet saldo er. I empiriske studier brukes da gjerne antall konti sammen med gjennomsnittlig saldo pr konto. Men heller ikke med denne typen produksjonsmål er det vanlig å finne stordriftsfordeler i bankvirksomhet.

I de studiene vi nå har referert til oppfattes en bank som produsent av både innskudds- og utlånstjenester. Alternativt kunne vi oppfattet banken som en ren formidler, som omformer innskudd til utlån. Da følger det at bare utlån skal regnes som produkt, mens innskudd skal regnes som en innsatsfaktor. Kostnadene skal da omfatte både rente- og driftskostnader. Det viser seg at vi fortsatt får konklusjonen om manglende stordriftsfordeler.

Studier av stordriftsfordeler er gjennomført både for banker som er pålagt å ha bare ett ekspedisjonssted (amerikansk: «unit banking»), og for banker som tillates å ha flere ekspedisjonssteder («branch banking»). I begge tilfeller kommer studiene som regel til samme konklusjon. Det ser altså ikke ut til å være stordriftsfordeler ut over en viss minstestørrelse verken ved å bygge ut ett ekspedisjonssted eller ved å ekspandere geografisk med flere ekspedisjonssteder.

Alle produksjonsmålene for bankvirksomhet som er nevnt ovenfor er begrenset til å beskrive innskudds- og utlånsvirksomhet. Det kan være tilstrekkelig i en mindre sparebank, men det er opplagt ikke tilstrekkelig i en stor forretningsbank. I Norge driver de største bankene for eksempel handel med verdipapirer og valuta, som ikke inngår i noen av de vanlige produksjonsmålene. Generelt vil virksomhet som ikke kan beskrives ved balanseposter stort sett falle utenfor i empiriske studier.

I en norsk undersøkelse av Berg, Førsund og Jansen (1989) bruker vi gebyrinntekter som en indikator for aktiviteter utenfor balansen, uten at det endrer konklusjonen om manglende stordriftsfordeler.

Problemet med virksomhet utenfor balansen er nok mindre i de amerikanske studiene enn ved studier på norske data. Det skyldes både at den amerikanske lovgivningen setter strengere grenser for hva en bank kan drive med, og at de banker som studeres som oftest ikke er blant de største i landet. Likevel kan manglende stordriftsfordeler også i amerikanske studier skyldes at aktivitetene i større banker er dårligere dekket av produksjonsmålene enn aktivitetene i små banker. Noen systematisk undersøkelse av den hypotesen har jeg ikke sett

Størrelsen på bankene som undersøkes

En svakhet ved de fleste amerikanske studier er at de bygger på en spesiell database som et forholdsvis lite antall banker har bidratt til frivillig. Databasen administreres av Federal Reserve, og de banker som bidrar får tilbakemelding om hvordan de ligger an kostnadsmessig i forhold til andre banker. Denne virksomheten kalles «Functional Cost Analysis». Den store fordelen ved denne databasen er at bankene har fordelt sine driftskostnader på ulike aktiviteter. Men ulempen er at utvalget av banker er svært skjevt og konsentrert om relativt små banker.

Det typiske resultat fra studier basert på denne databasen er at banker med en forvaltningskapital opp til omtrent 100 millioner USD har stordriftsfordeler, men at større banker ikke har det.

I de senere år er det imidlertid også gjennomført en del studier som er begrenset til de større amerikanske bankene. Disse studiene er basert på vanlige regnskapsdata. Shaffer and David (1986) og Shaffer (1988) finner stordriftsfordeler opp til en forvaltningskapital på ca 40 milliarder USD. En nyere studie av Noulas, Ray and Miller

(1990) bruker fire produksjonsmål, og finner bare stordriftsfordeler opp til 3 milliarder USD i forvaltningskapital. Det er likevel et helt annet resultat enn det en får i studier basert på et flertall av små banker.

Det ser altså ut til at resultatene avhenger kritisk av hva slags utvalg av banker en velger å se på. Forklaringen er trolig at selv om de produksjonsmålene en bruker kan gi en rimelig beskrivelse av forskjeller mellom banker av noenlunde samme størrelse, gjelder dette ikke ved sammenligninger mellom banker av svært ulik størrelse. Store banker har andre typer aktiviteter enn små banker. For vårt formål er det særlig viktig at de har mer virksomhet som ikke gjenspeiles i balansen.

Humphrey (1987) peker på dette poenget, og gjennomfører analyser innenfor ulike størrelsesklasser. Hans modell er svært enkel.

En annen kilde til ulikheter mellom små og store banker kan være at bankene står overfor ulike ytre rammebetingelser. Små banker må i større grad tilpasse seg hva konkurrentene gjør, mens store banker gjerne har større muligheter til å ta egne initiativer i markedene. I Norges Bank arbeider vi med en studie der vi eksplisitt tar hensyn til denne forskjellen. Vi finner at dette endrer resultatene om at små eller mellomstore banker skal ha kostnadsfordeler i forhold til store banker. Det ser i stedet ut til at kostnadene ved innskudds- og utlånstjenester avhenger lite av størrelsen på banken.

Effektivitetsforskjeller er viktigere enn eventuelle stordriftsfordeler

De fleste empiriske studier kan sies å sammenligne gjennomsnittskostnadene i banker av ulik størrelse. Resultatene er stort sett at kostnadene avhenger lite av hvor store bankene er. Humphrey (1987) og Berger and Humphrey (1990) betrakter også kostnadsforskjeller mellom banker av noenlunde samme størrelse. De ca 14 000 amerikanske bankene sorteres i 13 størrelsesklasser og rankeres innen hver klasse etter kostnader pr krone forvaltningskapital. Studiene viser at kostnadsforskjellene innen hver størrelsesklasse er mye større enn forskjellene mellom størrelsesklassene.

Senere er det gjennomført summariske effektivitetsstudier der kostnadene i hver bank sammenlignes med kostnadene i de banker der kostnadene er lavest. Studiene må kalles summariske fordi produksjonsmålene er langt fra å være tilfredsstillende, se diskusjonen foran. Men de forteller likevel om svært store kostnadsforskjeller mellom tilsynelatende like banker. I Norges Bank arbeides det nå med slike studier av de norske bankene. Første del av arbeidet er presentert i Berg, Førsund og Jansen (1989).

Resultatene fra effektivitetstudiene indikerer at forskjeller i effektivitet betyr mer for hvilke banker som er konkurransedyktige enn forskjeller i størrelse. Det tyder på at store banker ikke uten videre kan regne med å utkonkurrere små banker.

Empiriske studier av breddefordeler i bankvirksomhet

Ovenfor har vi sett på mulige kostnadsfordeler ved å drive en aktivitet eller en gitt samling av aktiviteter i stor skala. Breddefordeler er derimot kostnadsfordeler ved å samle ulike aktiviteter i samme produksjonsenhet. I bankvirksomhet kan breddefordeler for eksempel bestå i at kostnadene ved kredittvurdering blir lavere dersom lånesøkeren også er innskuddskunde i banken. Kostnadene ved utlånsvirksomhet vil da kunne bli lavere jo flere innskuddskunder banken har. Clark (1988) viser til en rekke amerikanske studier som finner nettopp dette; jo større innskuddsmasse, jo lavere kostnader ved økt utlånsvirksomhet.

Utover dette er det imidlertid liten støtte for hypotesen om breddefordeler i bankvirksomhet. Men vi må huske at de produksjonsmålene som brukes, begrenser mulig-

heten til å identifisere eventuelle breddefordeler. Produksjonsmålene omfatter stort sett ikke andre aktiviteter enn de som kan måles ved balanseposter.

Selv om det ikke skulle være generelle breddefordeler i bankvirksomhet, kan en bank likevel ha incentiv til å drive variert virksomhet. Banken kan ønske flere ben å stå på for å redusere risikoen for insolvens, eller for å jevne ut inntjeningen over tid ut fra skattemessige eller andre hensyn.

Konsekvenser for strukturpolitikken

Empiriske studier gir ingen støtte til påstander om at det skal være billigere å drive en stor bank enn en liten, ved at den store banken har skala- eller breddefordeler. Men samtidig er det så mange svakheter ved måten produksjonen måles på i disse studiene at resultatene må tas med sterke forbehold. Det er ikke rimelig å si at studiene utelukker muligheten for at store banker har kostnadsfordeler.

Den viktigste begrensningen er at de fleste studier bare ser på vanlige innskudds- og utlånstjenester. Studiene kan dermed ikke si stort om egenskapene ved de typer banktjenester som er særegne for store banker. Typisk vil det være tjenester til store bedriftskunder, som gjennomføring av og garanti for et låneprogram på de internasjonale kapitalmarkedene. Slike tjenester krever spesiell kompetanse og er såpass risikable at det rimeligvis kreves en viss minstestørrelse for at en bank skal kunne tilby tjenestene.

Banker som inngår i en fusjon har antagelig bedre muligheter til å vurdere kostnadsfordeler enn tilsynsmyndighetene har. Dersom kostnadsfordeler finnes, betyr det at fusjoner partielt sett vil gi en samfunnsmessig gevinst. Men vi skal være klar over at fusjoner også kan gi enkelte banker større markedsmakt enn det som er samfunnsøkonomisk ønskelig. Fra et bedriftsøkonomisk synspunkt kan ønsket om markedsmakt være et sterkt motiv for å fusjonere. Utad vil det imidlertid ikke være et gangbart argument. Det vil være lettere å argumentere for de kostnadsfordeler en fusjon skal bringe.

Det betyr at tilsynsmyndighetene ikke bør akseptere alle ønsker om fusjoner, selv om det argumenteres med kostnadsfordeler. Det er i alle fall grunn til å tro at kostnadsfordelene i de fleste tilfeller vil være relativt beskjedne. Det kan derfor hende at hensynet til konkurranse på viktige markeder bør veie tyngre enn de kostnadsargumenter som blir framført.

Litteratur:

Berg, S.A., Forsund, F.R. and Jansen E.S. (1989), «Bank Output Measurement and the Construction of Best Practice Frontiers». Arbeidsnotat 1989/6 fra Norges Bank (og under publisering i Journal of Productivity Analysis).

Berger, A.N. and Humphrey, D.B. (1990), «The Dominance of Inefficiencies over Scale and Product Mix Economies in Banking». Working Paper No. 107, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Clark, J.A. (1988), «Economies of Scale and Scope At Depositary Financial Institutions: A Review of the Literature.» Economic Review September/October, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Humphrey, D.B. (1987), «Cost Dispersion and the Measurement of Economies in Banking.» Economic Review May/June, Federal Reserve Bank of Richmond.

Kim, M. (1986), «Banking Technology and the Existence of a Consistent Output Aggregate.» Journal of Monetary Economics 18, 181-195.

Kolari, J. and Zardkoohi, A. (1987), «Bank Costs, Structure, and Performance». Lexington Books, Lexington/Toronto.

Meinich, P. (1989), «Noen kritiske merknader til den store bankfusjonen.» Sosialøkonomen nr. 10.

Noulas, A.G., Ray, S.C. and Miller, S.M. (1990), «Returns to Scale and Input Substitution for Large U.S. Banks.» Journal of Money, Credit and Banking 22, 94-108.

Shaffer, S. (1988), «A Revenue-Restricted Cost Study of 100 Large Banks». Research Paper no. 8806, Federal Reserve Bank of New York.

Shaffer, S. and David, E. (1986), «Economies of Superscale and Interstate Expansion». Research Paper No. 8612, Federal Reserve Bank of New York.

Databankene TROLL 8 og FINDATR 0

Gunnvald Grønvik, Utredningsavdelingen, Bjarne Gulbrandsen og Jan Tore Larsen, Statistikkavdelingen i Norges Bank

I Norges Bank finnes det en lang rekke databanker med informasjon som samles inn og bearbeides for bruk i det løpende arbeid. Denne artikkelen presenterer to av databankene som ligger på Norges Banks dataanlegg, TROLL 8 og FINDATR 0. De er helt eller delvis også tilgjengelige for eksterne brukere. De viktigste eksterne brukerne er Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå (SSB) som bruker Norges Banks dataanlegg både til egne databanker og til økonomiske analyser.

TROLL 8 er den viktigste konjunkturdatabanken i Norges Bank. Basen ble satt i drift tidlig på 1980-tallet, og ble da dokumentert av Bleivik (1983). FINDATR 0 er ny, og inneholder avstemte kvartalsvise finansielle sektorbalanser fra første kvartal 1975. Den er dokumentert av Grønvik, Gulbrandsen, Larsen og Teige (1990). I omtalen her vil vi også kort forklare hvordan finansielle sektorbalanser produseres.

Konjunkturdatabanken TROLL 8

TROLL 8 er en samling av økonomiske tidsserier. Databanken inneholder både realøkonomiske, penge- og kredittrelaterte og valutariske serier. Hovedvekten er lagt på norske data, men den har også en del internasjonale konjunkturdata hentet fra IMF og OECD. Originaldataene hentes blant annet fra offentlige kilder som Arbeidsdirektoratet og SSB. Mange serier blir for eksempel oppdatert direkte ved kopiering fra SSBs databank. En rekke data samles og bearbeides av Norges Banks ulike avdelinger som ledd i det løpende arbeid, og finnes tilgjengelig på lokale databanker. Fra disse blir data som har allmenn interesse overført til TROLL 8. Et eksempel er valutakursene. De registreres på dagsbasis og hentes over til TROLL 8. Der veies de sammen til Norges Banks kursindeks, og til månedsgjennomsnitt for hver enkelt valuta.

I alt inneholder TROLL 8 om lag 2 500 ulike serier som er dokumentert i en egen variabelliste fra Utrednings- og statistikkavdelingen (1987). Vi vil her begrense oss til å liste opp de emneområder som TROLL 8 dekker og hvilken hyppighet seriene har innenfor de enkelte områdene:

— Arbeidsledighet, internasjonal	Måned
— Arbeidsmarked, bl.a. arbeidsledighet	Måned og år
— Arbeidsmarked, bl.a. sysselsetting	Kvartal og år
— Bankinnskudd, bankutlån	Måned
— Banklikviditet	Måned
— Byggevirksomhet	Måned
— Industriproduksjon	Måned og år
— Innenlands handel	Måned
— Konjunkturindikatorer	Måned
— Konkurranseevne	Måned, kvartal og år
— Konkurser	Måned
— Lagertall	Kvartal
— Lønnskostnader, arbeidstid	Kvartal og år
— Oljeforbruk og -produksjon	Kvartal
— Ordretilgang, ordrereserver	Kvartal
— Pengemengdestatistikk	Måned
— Prisindekser	Uke og måned
— Realinvestering	Kvartal og år
— Renter, aksjekurser, valutakurser	Dag, uke og måned
— Sjøfart	Måned
— Utenrikshandel	Måned og kvartal
— Utenriksregnskap	Måned

Vi ser at TROLL 8 dekker et vidt spekter av emner. Dataseriene er inndelt i vel 20 ulike hovedemner. Innenfor hvert emne kan det være både dags-, ukes-, måneds-, kvartals- og årsserier, men hovedvekten er lagt på månedsserier. Mange dataserier blir også bearbeidet slik at vekstrater, sesongjusteringer eller trendberegninger finnes i tillegg til originalseriene. Dette skyldes at databanken ble bygd opp samtidig med at arbeidet med konjunkturindikatorer startet i Norges Bank. TROLL 8 har derfor alltid inneholdt dataseriene som inngår i konjunkturindikatorene. Det første arbeidet med konjunkturindikatorer i Norges Bank er dokumentert av Hagelund (1982) og Bleivik og Hagelund (1982).

Det vurderes kontinuerlig hvilke emneområder som skal dekkes av TROLL 8, hvilke nye serier som kan tas inn og hvilke som kan fjernes innenfor de enkelte områder. For eksempel har antallet renteserier både fra innenlandske og fra utenlandske markeder blitt sterkt utvidet i de senere år. Dette gjenspeiler at renteutviklingen nå er en sentral indikator i penge- og kredittpolitikken, og dermed i styringen av økonomien. Økt integrasjon mellom det norske og det internasjonale kredittmarked har medført at endringer i rentenivåer for andre valutaer i sterkere grad enn før vil påvirke det innenlandske rentenivået. Det er derfor viktig å overvåke den internasjonale renteutvikling. Norges Bank samler daglig inn renter for de sentrale valutaer i euromarkedet. På samme måte som for kursindeksen veies eurorentene for de valutaer som inngår i kursindeksen sammen til en kurvrente som gir informasjon om hvordan rentenivået hos våre handelspartnere utvikler seg. Differansen mellom kurvrenten og den tilsvarende norske rente beregnes også hver dag. Disse seriene overføres daglig til TROLL 8 der det også blir laget månedsgjennomsnitt av dem.

TROLL 8 er en svært viktig databank som brukes mye av mange. Som eksempel kan nevnes at den inneholder en stor del av dataene som brukes i de kvartalsvise konjunkturrapportene her i Penger og Kreditt. I arbeidet med sentralbanksjefens årstaler har en også god bruk for TROLL 8.

FINDATRs bakgrunn og historie

FINDATR er en databank som ble allment tilgjengelig i 1990, men dataprosjektet FINDATR har pågått siden årsskiftet 1986-1987. Opprinnelig var målet for arbeidet å lage finansielle data til kvartalsmodellen til Norges Bank. Modellen RIKMOD (Real-, Inntekts- og KredittMODell) baseres på kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR) for real- og inntektsdata. Noe lignende datagrunnlag fantes ikke for finansielle data. Data måtte følgelig lages, og dette gav opphavet til dataprosjektet FINDATR (FINansiell DATabase til RIKMOD). I prosjektet tok en imidlertid et noe videre utgangspunkt i håp om at også andre informasjons- og forskningsoppgaver skulle kunne bruke disse dataene.

Startdatoen for databanken ble satt til den nest nyeste bankstatistikken som ble tatt i bruk i 1975. FINDATR-prosjektet var ment som et supplement til SSBs finansielle sektorbalanser som i utgangspunktet skulle være fasit for sektorbalansene ved utgangen av hvert år. Det har av flere grunner ikke vært mulig å holde fast ved dette.

FINDATR er ikke «i regulær drift» ennå, men planen er at den skal gå over fra å være et prosjekt til å bli en databank i løpende, regulær drift i 1990. De avstemte balansene som foreligger nå er tilgjengelige for utprøving for brukere i Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank. Det er opprettet programrutiner for å danne et lite utvalg av tabeller, og programmer som gir lister med dokumentasjon fra avstemmingen på en svært kompakt form. Når det er vunnet mer erfaring med drift av databanken, vil den bli døpt om fra FINDATR 0 til FINDATR 1. Planen er at når databanken er i regulær drift, vil finansielle sektorbalanser foreligge om lag ett kvartal

etter hvert kvartals utløp. På samme måte som for kvartalsvis nasjonalregnskap vil det bli endringer i alle årets kvartaler når ny finansiell årsstatistikk foreligger.

FINDATR inneholder nå bare balansevariable i pålydende verdier, men en databank for finansielle forhold er ikke komplett med dette. Det er derfor planlagt utvidelser på fire punkter.

En del variable utenom balansen vil bli inkludert i FINDATR. Dette gjelder bankenes terminkontrakter og innvilgede kreditter som ikke er trukket. Det er planlagt èn rente-(avkastnings-) serie for hvert objekt. Slike avkastningsserier er en viktig utvidelse av databanken, og det har høy prioritet å legge inn serier som kan skaffes forholdsvis enkelt.

FINDATR 0 er avstemt i pålydene verdier. Markedsverdier avviker fra pålydende verdier for aksjer og obligasjoner og enkelte andre objekter. Det vil derfor bli konstruert verdiindekser for disse objektene slik at vi kan regne om de avstemte verdier til markedsverdier med full spesifikasjon av sektorer. I tilknytning til arbeidet med markedsverdier vil det være naturlig å samtidig splitte endringene i balanseposter i transaksjoner og omvurderinger.

Om finansielle sektorbalanser

FINDATR følger de samme prinsipper for å stille opp kvartalsvise finansielle sektorbalanser som SSB bruker i balansene de lager for utgangen av hvert år, se Rømo og Åvitsland (1988). Basen inneholder alle finansielle balanseposter, og utelater poster som ikke har en motpost i andre sektorers balanser. De ulike typer av fordringer og gjeld slås sammen til et begrenset antall finansobjekter. Det betyr at realkapital og immaterielle poster som goodwill, rettigheter og lignende ikke er med. En sektors fordringer minus gjeld gir dermed ikke uttrykk for sektorens egenkapital.

De enkelte regnskapsførende enheter blir gruppert etter såkalte institusjonelle sektorer. Det er for eksempel foretak, kommuner, fond eller husholdninger. Dette betyr at enhetene her ikke er de samme som i realregnskapet av nasjonalregnskapet, og en eventuell næringsgruppering av finansielle data vil derfor ikke ha samme innhold som i realregnskapet.

Ved fastsetting av objekts- og sektorlister i FINDATR, har en tatt utgangspunkt i inndelingen som SSB benytter i sin kredittmarkedsstatistikk, og med sikte på å dekke behovene til RIKMOD. Databanken er imidlertid laget mer detaljert enn modellen krever. Dette er blant annet gjort for å effektivisere innlesingen av primærstatistikk og med tanke på at FINDATR også skal kunne brukes til andre forsknings-, statistikk- og informasjonsoppgaver.

Datagrunnlag og avstemming i FINDATR

Hovedtyngden av tallmaterialet i FINDATR er hentet fra SSBs statistikk over kredittmarkedet. En svært sentral kilde i FINDATR er således den detaljerte månedlige bankstatistikken. I tillegg til datakilder med ferdig sektoriserte balanser, er det benyttet regnskapsoppgaver og spesialoppgaver fra enkeltenheter for en del sektorer.

Et hovedprinsipp ved oppstilling av finansielle balanser for hele økonomien er at alle fordrings-/gjeldsforhold skal ha samme verdi i kreditors og debitors balanse slik at sum fordringer blir lik sum gjeld for hvert objekt. Prinsippet om symmetri mellom kreditor og debitors balanser medfører at det kan fremstilles sektorbalanser ved hjelp av fire dimensjoner; finansobjekt, kreditorsektor, debitorsektor og tid.

Den viktigste kilden ved oppbyggingen av databanken er standardiserte finansielle kvartalsvise balanser stilt opp på grunnlag av de enkelte enheters egne regnskaper. De er ikke avstemt mot hverandre, og for mange fordrings-/gjeldsforhold har vi to observasjoner, etter som hver fordrings-/gjeldspost i en sektors balanse har en motpost i debitor/kreditorsektors balanse.

Avstemte finansielle sektorbalanser konstrueres fra dette utgangspunkt ved at man for hvert enkelt fordringsforhold velger enten kreditor- eller debitorsektors posteringer. Når kreditor- og debitorsektors balanser viser ulike størrelser på samme fordrings-/gjeldsforhold, velges den posten som regnes som den mest presise. Finansobjektets verdisum skal imidlertid være den samme både før og etter avstemmingen. Vi beholder derfor de verdiene vi har for enkeltsektorenes samlede fordringer/gjeld i de enkelte objekter fordi vi tror sektorene kjenner sine totale fordringer og gjeld, mens de ikke har full oversikt over hvilke sektorer de har fordringer på eller gjeld til. Men fordi vi velger tall fra en av sektorene, må det innføres en avstemmingssektor som sikrer at verdisummen forblir den samme.

For de fordringsforhold man ikke har informasjon verken fra kreditor- eller debitorsektor, er størrelsen på disse beregnet. Dette gjelder for eksempel forholdet mellom foretak og husholdninger der statistikkgrunnlaget er dårlig. Det er benyttet mange ulike metoder til disse beregningene, avhengig av hvilke data som mangler, og hvilke data som er tilgjengelige. Typiske eksempler er bruk av regnskapssammenhenger og residualberegning av sektorer på grunnlag av kjente objektstotaler.

Det er således et omfattende beregningsarbeid med mange mulige feilkilder som ligger bak slike avstemte balanser. Det vil være et kontinuerlig arbeid å prøve å forbedre beregningsmetodene og statistikkgrunnlaget. I tillegg til en nyttig databank gir arbeidet kunnskap om svakheter og mangler i informasjonsgrunnlaget, og dermed hvor det er viktig å forbedre primærstatistikken.

Referanser

Bleivik, Kjell Gunnar (1983): «Teknisk organisering av Norges Banks økonomiske databaser — rutiner — bruk — muligheter m.v.» Trollnotat nr. 1, datert februar 1983. Oslo: Norges Bank

Bleivik, Kjell Gunnar og Kåre Hagelund (1982): «Konjunkturbegrepet, teorier og empirisk analyse av konjunkturbevegelser i Norge 1960-1980.» Arbeidsnotat 7, datert juni 1982. Oslo: Norges Bank

Grønvik, Gunnvald, Bjarne Gulbrandsen, Jan Tore Larsen og Rønnaug Teige (1990): «Dataprosjektet FINDATR — Kvartalsvise finansielle sektorbalanser 1975 1 — 1989 3.» Arbeidsnotat 1990/3, datert 29. juni 1990. Oslo: Norges Bank

Hagelund, Kåre (1982): «Om konstruksjon av et konjunkturindikatorsystem for norsk økonomi.» Arbeidsnotat, datert 15. april 1982. Oslo: Norges Bank

Rømo, Anna og Geir Åvitsland (1988): «Dokumentasjon av system og beregningsmetoder til finansielle sektorbalanser.» Interne notater 1988/2. Oslo: Statistisk sentralbyrå

Utrednings- og statistikkavdelingen (1987): «Variabelliste for TROLL8.» Datert juli 1987. Oslo: Norges Bank

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. Det er ingen ordinær abonnementsordning for heftene, men eksemplarer kan fås ved henvendelse til Norges Bank, Informasjonskontoret, Bankplassen 2. Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo 1.

P. Anders Brodin, Eilev S. Jansen og Erik Nesset: «RIMINI. Teknisk dokumentasjon av en aggregert makroøkonometrisk modell». *Arbeidsnotat 1990/2,* 115 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-006-7

Arbeidsnotatet dokumenterer den aggregerte kvartalsmodellen RIMINI. Modellens teoretiske og økonometriske innhold blir drøftet. Blant annet belyses modellens prognoseegenskaper ved hjelp av føynings- og multiplikatoranalyser. Undersøkelser av de karakteristiske røttene til modellen viser at den er stabil. I vedlegg gis det en fullstendig dokumentasjon av de estimerte likningene i modellen.

G. Grønvik, B. Gulbrandsen J.T. Larsen og R. Teige: «Dataprosjektet FINDATR. Kvartalsvise finansielle sektorbalanser 1975 1 — 1989 3.» *Arbeidsnotat 1990/3,* 51 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-007-5

Dataprosjektet FINDATR har pågått siden årsskiftet 1986 — 1987, og har hatt som mål å produsere kvartalsvise finansielle sektorbalanser fra første kvartal 1975. Nå er en første versjon av den historiske databasen fullført, og det er laget systemer for løpende oppdatering av den. Databasen er stilt til disposisjon for utvalgte TROLL-brukere på Norges Banks dataanlegg.

Dette notatet forklarer først bakgrunnen for prosjektet og vanskene forbundet med å lage finansielle sektorbalanser. Deretter beskrives de primære datakildene og det vises hvordan de er brukt til å lage avstemte balanser. Det er laget dataprogrammer til å hente ut tabeller i ulike dimensjoner og informasjon om hvordan avstemte data er laget. Disse programmene blir presentert, og til slutt kommenteres arbeidsoppgavene som gjenstår i prosjektet.

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. 17. september 1990.

BANKENES LÅNEADGANG I NORGES BANK

D-lån (Se rundskriv nr. 14/21. september 1989)

Periode	Låneramme, prosent av beregnings-grunnlaget	Gjennom-snittlig lån (mrd.kroner)
1989		
Juli	190[1]	34,5
August	200	34,8
September	180	33,1
Oktober	210[2]	36,4
November	175	31,6
Desember	220	38,8
1990		
Januar	185	29,7
Februar	160	30,8
Mars	160	29,0
April	185	30,2
Mai	190	31,3
Juni	130	21,1
Juli	75	12,8
August	65[3]	6,8
September	50	

Periode	Rente	
	Nominell	Effektiv
1989		
01.01.—09.01.:	12,0%	12,7%
10.01.—13.02.:	11,5%	12,1%
14.02.—08.05.:	11,0%	11,5%
09.05.—21.06.:	10,5%	11,0%
22.06.—15.11.:	10,0%	10,5%
16.11.—31.12.:	11,0%	11,5%
1990		
01.01—26.08.:	11,0%	11,0%
f.o.m. 27.08.:	10,5%	11,5%

[1] For beregningsgrunnlag, se rundskriv nr. 22/ 20. desember 1988.
[2] Nytt beregningsgrunnlag, se rundskriv nr. 14/ 21. september 1989.
[3] Nytt datoutgangspunkt for beregningsgrunnlaget.

F-lån (Se rundskriv nr. 14/21. september 1989)

Løpetid		Beløp (mrd.kroner)		Veid gjennomsnittsrente, prosent p.a.	
		Tegnet	Tildelt	Nominell	Effektiv
1989					
05.01—02.05	(117 dgr)	13,4	4,0	12,20	12,71
05.01—02.10	(270 dgr)	9,8	4,0	11,99	12,17
01.02—01.02.1990	(365 dgr)	15,4	5,0	11,34	11,34
06.04—01.08	(117 dgr)	11,3	4,0	11,48	11,93
06.04—02.01.1990	(271 dgr)	10,4	4,0	11,50	11,67
02.05—01.11	(183 dgr)	18,0	5,0	11,28	11,60
01.06—01.09	(92 dgr)	16,9	5,0	11,16	11,63
01.08—02.05.1990	(274 dgr)	15,4	4,0	11,43	11,59
02.10—02.04.1990	(182 dgr)	15,9	4,0	11,02	11,32
01.12—03.12.1990	(367 dgr)	14,4	5,1	12,11	12,11
1990					
04.01—02.07	(179 dgr)	20,5	6,0	12,33	12,72
01.02—01.08	(181 dgr)	18,7	6,0	11,80	12,15
01.03—03.09	(186 dgr)	21,2	6,0	11,51	11,84
02.04—01.10	(182 dgr)	23,1	6,0	12,18	12,55
02.05—01.11	(183 dgr)	16,6	6,0	12,64	13,04
01.06—03.12	(185 dgr)	19,1	6,0	11,77	12,11
02.07—02.01.1991	(184 dgr)	15,4	5,0	11,58	11,91
02.07—01.07.1991	(364 dgr)	15,0	5,0	11,65	11,65
01.08—01.11	(92 dgr)	20,2	6,0	11,47	11,97
03.09—01.03.1991	(179 dgr)	13,2	4,0	11,20	11,52

KREDITTLOVENS VIRKEMIDLER

Banker

Kredittlovens 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

Kredittlovens 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

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

Skadeforsikringsselskaper

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

Alle finansinstitusjoner

Garantireguleringen som omfattet 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 .

Tabeller

28. Norske kroner. Kursindeks og kurser overfor en del enkeltvalutaer. Månedsgjennomsnitt av midtkurser notert på Oslo Børs

29. Effektiv rente på statspapirer

30. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner ved utgangen av kvartalet

31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner ved utgangen av kvartalet

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

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

34. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform

35. Utenriksregnskap for Norge

36. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet

37. Valutabanker. Utestående valutaterminforretninger med andre sektorer mot oppgjør i norske kroner

38. Valutabanker. Totalposisjon i valuta

Standard tegn:

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

Merk:
Hvis annen definidjon ikke er gitt, omfatter publikum «foretak, kommuner og privatpersoner», dvs. sektorene 510—890 i Kredittmarkedsstatistikken.

Tabell 1. Norges Bank. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990	30/6 1990
Internasjonale reserver	94 619	96 577	93 380	91 217	86 960
Motverdi av IMF's kronebeholdning	2 185	2 262	2 229	2 353	2 433
Andre fordringer på utlandet	25	25	25	25	25
Innskudd i norske banker	2 501	2 616	2 465	2 617	2 298
Norske statskasseveksler og omsettelige sertifikater	2 410	4 860	16 859	13 903	8 769
Norske ihendehaverobligasjoner	10 143	10 459	15 292	11 725	11 648
Utlån til forretnings- og sparebanker	73 797	56 619	59 681	56 562	62 293
Utlån til private finansieringsselskaper	0	2	0	0	0
Statsgaranterte fiskelån	126	143	143	143	145
Andre utlån til publikum	353	407	756	195	333
Andre innenlandske fordringer etc.	4 454	4 506	3 655	3 320	3 301
Diverse reguleringer	0	0	0	1 444	1 447
Utgifter	5 861	8 418	0	2 686	5 486
Fordringer i alt	196 474	186 894	194 485	186 190	185 138
Gjeld til utlandet	2 806	2 756	2 660	2 425	2 547
Motverdi av SDR i IMF	1 496	1 480	1 454	1 436	1 424
Sedler og mynt i omløp	29 231	30 084	31 606	28 646	29 647
Innskudd fra offentlig forvaltning	103 029	83 550	121 094	107 182	95 981
Innskudd for forretnings- og sparebanker	289	72	48	44	49
Innskudd fra andre finansinstitusjoner	1 310	1 146	484	967	1 490
Innskudd fra Postverket (inkl. Postgiro)	1 115	1 377	1 597	2 332	2 300
Innskudd fra andre innenlandske sektorer	719	4 291	710	1 491	3 252
Skattefrie fondsavsetninger	881	823	800	722	715
Annen innenlands gjeld	5 231	7 556	131	2 563	5 254
Fonds etc.	40 009	40 009	33 901	33 901	33 901
Diverse reguleringer	309	24	0	0	0
Innenlandske inntekter	6 917	9 022	0	3 095	5 556
Utenlandske inntekter	3 132	4 704	0	1 386	3 022
Gjeld og egenkapital i alt	196 474	186 894	194 485	186 190	185 138

Kilde: Norges Bank.

Tabell 2. Postgiro. Balanse (Mill. kroner)

	31/3 1989	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990
Bankinnskudd	643	332	397	798	591
Stats- og statsbankobligasjoner	478	463	459	444	439
Andre obligasjoner	142	137	130	125	119
Utlån til statsforvaltningen	30 500	31 000	30 700	33 500	47 850
Andre aktiva	3387	532	833	820	2 234
Aktiva i alt	35 150	32 464	32 519	35 287	51 233
Innskudd fra:					
Statsforvaltningen	26 627	25 529	25 109	26 183	42 580
Publikum	4 665	4 652	4 889	6 474	4 804
Andre sektorer	3 858	2 283	2 521	2 630	3 849
Annen gjeld	0	0	0	0	0
Passsiva i alt	35 150	32 464	32 519	35 287	51 233

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 3. Postsparebanken. Balanse (Mill. kroner)

	31/3 1989	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990
Kassebeholdning og bankinnskudd	248	298	372	83	312
Statssertifikater	13 258	13 610	14 509	14 950	16 899
Andre sertifikater	0	0	0	0	0
Statsobligasjoner	5 827	5 778	5 715	5 661	5 588
Andre obligasjoner	57	52	49	44	42
Utlån til statsforvaltningen	2 558	2 557	2 508	2 278	2 083
Utlån til publikum	7 386	7 446	7 667	8 394	9 112
Andre aktiva	1 746	3 839	4 860	1 371	1 658
Aktiva i alt	31 080	33 580	35 680	32 781	35 694
Innskudd fra:					
Publikum	27 902	27 810	29 406	31 209	32 069
Andre sektorer	0	0	0	0	0
Annen gjeld	3 178	5 770	6 274	1 572	3 625
Passiva i alt	31 080	33 580	35 680	32 781	35 694

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4. Statsbanker. Balanse (Mill. kroner)

	31/3 1989	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990
Kassebeholdning og bankinnskudd	1 144	1 406	1 124	1 428	2 102
Utlån i alt	149 815	152 071	154 584	156 512	159 243
Herav:					
Til publikum	148 539	150 554	152 756	154 714	158 110
Andre fordringer på statskassen	3 441	3 441	3 441	3 441	3 441
Andre aktiva	12 065	16 949	21 895	9 460	8 567
Aktiva i alt	166 465	173 867	181 044	170 841	173 353
Ihendehaverobligasjonslån	21 397	22 246	22 322	22 342	23 977
Herav:					
I norske kroner	13 182	14 137	14 317	14 713	16 669
I utenlandsk valuta	8 215	8 109	8 005	7 629	7 308
Andre lån	126 888	131 352	130 704	136 359	134 490
Herav:					
Statskassen	122 624	127 207	126 865	132 750	132 274
Aksjekapital, fond m.v.	7 546	7 534	7 702	8 269	8 227
Andre passiva	10 634	12 735	20 316	3 871	6 659
Passiva i alt	166 465	173 867	181 044	170 841	173 353

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

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

	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990	30/6 1990
Eiendeler					
Primærlikvider	3 862	3 156	3 840	3 027	3 533
Statssertifikater	4 750	4 549	4 207	4 942	5 311
Andre sertifikater	8 509	8 172	5 099	6 635	5 963
Stats- og statsbankobligasjoner	35 288	32 533	31 487	31 302	31 727
Private og kommunale obligasjoner	36 073	35 313	33 661	32 669	30 272
Innskudd i forretnings- og sparebanker	10 063	10 305	5 588	14 837	15 014
Innskudd i utenlandske banker	17 179	17 177	11 910	19 185	19 507
Lån til utlandet	21 619	21 252	20 421	21 818	24 675
Utlån til publikum	416 126	420 798	434 026	441 868	451 185
Herav:					
I norske kroner	357 940	360 931	374 461	378 048	382 775
I utenlandsk valuta	58 186	59 867	59 565	63 820	68 410
Utlån til private finansinstitusjoner	21 684	17 385	14 946	15 178	14 934
Øvrige eiendeler	50 921	51 331	40 848	47 659	51 726
Forvaltningskapital	626 074	621 971	606 033	639 120	653 847
Gjeld og egenkapital					
Innskudd fra publikum	311 509	304 841	322 274	328 318	333 736
Innlån i form av banksertifikater	8 825	12 844	13 625	14 678	12 481
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	10 693	11 819	7 658	16 077	18 089
Innskudd fra andre private finansinstitusjoner	14 929	14 689	14 609	15 774	16 549
Innskudd fra statsbanker og andre statlige sektorer	6 540	6 782	6 812	6 968	6 738
Lån og innskudd fra Norges Bank	75 188	55 175	61 280	54 976	59 144
Lån og innskudd fra utlandet	139 422	139 386	128 914	147 470	144 156
Skatteinnbetalinger	150	5 832	990	279	50
Annen gjeld	29 722	40 209	19 272	24 052	29 855
Aksjekapital	8 852	9 078	9 868	9 980	9 732
Avsetninger, fond etc.	20 244	21 316	20 731	20 548	23 317
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	46 886	46 909	42 864	52 516	54 313
Gjeld overfor utlandet	145 720	144 938	134 089	152 625	149 039

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

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

	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990	30/6 1990
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	13 896	14 818	14 691	14 185	13 558
Foretak[2])	97 995	95 328	95 131	98 278	103 190
Husholdninger[3])	245 787	247 748	262 422	262 994	266 006
Utlån til publikum i alt	357 678	357 894	372 244	375 457	382 754
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	19 519	15 287	17 486	18 321	21 708
Foretak[2])	76 145	76 899	84 561	89 563	86 967
Husholdninger[3])	215 846	212 655	220 227	220 434	225 061
Innskudd fra publikum i alt	311 510	304 841	322 274	328 318	333 736

[1]) Ekskl. utlån med lisens, valutalån uten lisens og kronelån til oljevirksomhet.
[2]) Inkl. sektorene private ikke-personlige foretak og statsforetak.
[3]) Inkl. sektorene personlige foretak, personlig næringsdrivende og lønnstagere m.v.
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

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

	31/3 1989	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990
Sertifikater	7 385	8 655	9 533	6 104	9 178
Innskudd i norske banker	3 206	3 909	4 476	2 925	3 372
Ihendehaverobligasjoner	8 646	7 747	8 533	9 149	10 870
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	617	569	464	766	478
Publikum	127 264	135 665	139 492	142 410	143 702
Andre	12 601	10 186	10 187	9 666	9 736
Andre aktiva	6 895	6 545	9 710	8 152	8 371
Sum eiendeler	166 614	173 276	182 395	179 172	185 707
Kortsiktig gjeld	25 747	21 196	23 721	17 610	21 889
Langsiktig gjeld	132 751	143 748	149 469	152 421	154 551
Herav:					
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner[1])	96 647	105 009	112 291	114 638	118 369
Egenkapital	4 599	4 572	5 241	5 357	5 388
Andre passiva	3 517	3 760	3 964	3 784	3 879
Sum gjeld og egenkapital	166 614	173 276	182 395	179 172	185 707

[1]) Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.
Kilde: Statistisk sentralbyrå.

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

	31/3 1989	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990
Bankinnskudd	1 427	1 719	1 753	1 012	753
Statskasseveksler og sertifikater	34	36	11	3	65
Ihendehaverobligasjoner	246	422	308	52	421
Utlån[1]) (brutto)	41 814	38 460	35 655	29 990	28 802
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	29 759	27 790	25 672	23 726	23 211
Utlån til andre sektorer (netto)	7 828	9 846	5 750	2 759	2 407
Andre aktiva	7 238	6 540	6 572	6 779	7 336
Aktiva i alt	50 759	47 177	44 299	37 836	37 377
Finanssertifikater	515	600	530	390	1 050
Lån fra andre enn banker	18 123	18 787	15 585	14 416	13 698
Lån fra banker	19 732	16 265	15 877	12 815	11 934
Kapital, fond m.v.	6 521	6 590	6 437	6 656	6 101
Andre passiva	5 868	4 935	5 870	3 559	4 594
Passiva i alt	50 759	47 177	44 299	37 836	37 377

[1]) Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.
Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Tabell 9. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1989	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 125	3 128	2 917	4 457	4 232
Stats- og statsbanksertifikater	0	20	0	0	0
Andre sertifikater	798	756	746	712	1 007
Stats- og statsbankobligasjoner	5 724	5 172	5 427	6 484	5 857
Andre norske obligasjoner	41 685	45 247	47 071	50 584	54 037
Utlån til publikum	53 689	53 209	53 395	53 886	53 751
Utlån til andre sektorer	8 590	8 320	8 556	8 391	8 294
Andre spesifiserte aktiva	12 651	14 624	16 089	18 982	21 097
Aktiva i alt	126 282	130 456	134 201	143 496	148 275

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

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

	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990	30/6 1990
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 877	2 969	2 933	2 364	2 693
Norske ihendehaverobligasjoner	10 624	10 734	10 852	11 310	11 754
Utlån	9 225	9 261	9 315	9 545	9 486
Andre spesifiserte aktiva	2 474	2 632	2 834	3 118	3 196
Aktiva i alt	25 200	25 596	25 934	26 337	27 129

[1]) Anslag basert på et utvalg av institusjoner som står for ca. 70% av total forvaltningskapital.
Kilde: Norges Bank.

Tabell 11. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1989	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 883	4 783	4 206	5 205	5 013
Stats- og statsbanksertifikater	0	102	0	0	0
Andre sertifikater	373	399	548	621	367
Stats- og statsbankobligasjoner	851	916	693	518	637
Andre norske obligasjoner	4 855	5 763	6 623	6 924	7 807
Utlån til publikum	5 624	5 129	4 975	5 150	5 231
Utlån til andre sektorer	1 678	2 822	1 721	2 289	1 696
Andre spesifiserte aktiva	7 527	7 172	8 718	8 832	9 144
Aktiva i alt	25 791	27 086	27 484	29 539	29 895

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

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

	Markedsverdi				Pålydende
	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990	31/3 1990
Stats- og trygdeforvaltningen	18 619	16 584	19 614	22 866	2 349
Norges Bank	0	0	0	0	0
Postgiro og Postsparebanken	0	0	0	0	0
Statsbanker	28	28	27	21	13
Forretnings- og sparebanker inkl. sikringsfond	1 862	2 559	2 233	2 341	898
Private kredittforetak	533	681	656	653	238
Private finansieringsselskaper	58	60	57	1 636	824
Forsikringsselskaper m.v.	13 333	15 572	16 241	19 350	3 504
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	150	90	85	83	32
Statsforetak	1 851	2 327	3 457	3 547	470
Private ikke-personlige foretak[1])	49 664	58 244	58 014	68 237	10 068
Husholdninger	27 458	28 949	28 751	31 641	6 124
Utlandet	40 677	45 317	47 976	55 976	7 347
Ufordelt	0	30	123	880	129
I alt	154 233	170 441	177 234	207 231	31 996

[1]) Inkl. aksjefond.
Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	Pålydende verdi				
	31/3 1989	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990
Forretningsbanker	7 314	7 736	8 192	8 479	8 479
Private kredittforetak	800	650	650	731	731
Private finansieringsselskaper	40	40	69	98	101
Forsikringsselskaper m.v.	50	50	50	55	52
Statsforetak	4 921	4 937	4 937	4 939	4 939
Private ikke-personlige foretak	14 902	16 198	16 306	17 083	17 694
I alt	28 027	29 611	30 204	31 385	31 996

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 14. Kjøp og salg av aksjer registrert i VPS fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

Statistikken er under utvikling

Tabell 15. Beholdning av obligasjoner registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Pålydende og markedsverdi (Mill. kroner)

	Markedsverdi				Pålydende
	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990	31/3 1990
Stats- og trygdeforvaltningen	36 875	36 765	43 749	45 496	43 468
Norges Bank	10 444	10 648	14 948	11 626	11 020
Postgiro og Postsparebanken	6 241	6 195	6 106	6 008	5 757
Statsbanker	80	192	301	293	287
Forretnings- og sparebanker inkl. sikringsfond	77 768	73 215	69 594	67 627	68 129
Private kredittforetak	12 589	18 956	18 304	24 412	24 305
Private finansieringsselskaper	427	419	54	469	473
Forsikringsselskaper m.v.	69 769	73 181	79 223	81 966	80 437
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	1 288	1 519	1 707	1 472	1 460
Statsforetak	2 449	2 778	2 737	2 369	2 495
Private ikke-personlige foretak[1])	21 089	22 250	22 493	24 156	23 844
Husholdninger	10 406	10 234	9 621	9 497	9 482
Utlandet	7 564	15 573	16 095	12 843	12 578
Ufordelt	0	73	91	28	29
I alt	256 989	271 998	285 023	288 262	283 764

[1]) Inkl. obligasjonsfond.
Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	Pålydende verdi				
	31/3 1989	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990
Stats- og trygdeforvaltningen	82 892	80 265	78 193	87 902	81 515
Statsbanker	13 470	14 526	14 738	15 090	16 956
Forretnings- og sparebanker	299	1 694	2 573	2 843	2 842
Private kredittforetak	102 023	113 788	126 156	126 784	134 739
Private finansieringsselskaper	221	221	221	183	183
Forsikringsselskaper mv.	150	150	150	1 669	1 669
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	26 330	28 561	30 793	31 338	32 043
Statsforetak	3 174	3 103	3 537	3 507	5 282
Private ikke-personlige foretak	6 809	7 165	7 520	7 867	8 341
Husholdninger	355	349	210	200	194
Ufordelt	35	36	0	0	0
I alt	295 758	249 858	264 091	277 383	283 764

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Kjøp og salg av obligasjoner registrert i VPS fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

Statistikken er under utvikling

Tabell 18. Beholdning av sertifikater lagt ut i Norge fordelt på eiersektorer. Bokført verdi. (Mill. kroner)

	31/3 1989	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990
Stats- og trygdeforvaltningen	3 478	5 231	6 439	55	279
Norges Bank	3 996	2 410	4 860	16 859	13 803
Postsparebanken	13 259	13 610	14 509	14 950	16 899
Statsbanker	95	30	130	75	70
Forretningsbanker	7 100	7 769	8 249	6 451	8 221
Sparebanker	6 154	5 490	4 472	2 855	3 663
Private finansieringsselskaper	34	36	11	3	65
Livsforsikringsselskaper	817	756	746	712	1 007
Skadeforsikringsselskaper	373	501	548	621	367
Andre sektorer[1])	11 028	9 902	9821	9 337	12 570
I alt, pålydende verdi	46 334	45 735	49 785	51 918	56 944

[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)

	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990	30/6 1990
Statssertifikater	25 762	26 957	27 723	28 335	25 511
Banksertifikater	2 766	5 432	8 964	11 416	8 900
Herav:					
Forretningsbanker	515	2 858	6 161	7 035	6 845
Sparebanker	2 251	2 574	2 803	4 381	2 055
Finanssertifikater	580	480	390	1 050	550
Kredittsertifikater	8 007	7 398	6 284	6 898	7 393
Lånesertifikater	8 620	9 518	8 557	9 245	9 693
Herav:					
Statsbanker	250	100	0	100	100
Statsforetak	725	1 865	1 375	975	975
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	2 665	2 623	2 546	2 944	2 877
Andre foretak	4 980	4 930	4 636	5 226	5 741
Sum utestående sertifikatgjeld	45 735	49 785	51 918	56 944	52 047

Kilde: Norges Bank

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990	30/6 1990[1])
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Skade-/kredittforsikrings selskaper[2])	9,2	8,9	8,3	8,2	8,2
Forretningsbanker	4,6	4,5	4,5	3,4	1,7
Sparebanker	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2
Lån med garanti	15,3	14,8	14,2	13,0	11,2
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	4,7	5,8	5,6	5,6	4,4
Bank	2,3	2,1	1,9	1,5	1,5
Markedslån i alt	22,3	22,7	21,7	20,1	17,1

[1]) Forelopige tall. [2]) Tallene er rettet.
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
1989								
Juni	801,9	1 078,2	419,7	5,9	7,9	2,3	6,0	14,9
Juli	806,9	1 074,3	422,6	5,6	7,7	6,0	6,6	14,4
August	812,5	1 080,6	428,3	5,7	8,0	7,6	6,7	14,9
September	815,5	1 088,4	427,9	5,1	7,5	6,4	7,5	11,0
Oktober	818,0	1 090,3	428,1	5,5	8,0	6,7	6,9	8,9
November	820,4	1 097,1	429,6	5,6	8,1	9,7	5,5	4,8
Desember	821,3	1 104,0	430,4	5,5	7,3	7,6	4,1	2,9
1990								
Januar	826,9	1 105,2	430,1	5,8	7,5	7,8	3,7	1,8
Februar	830,6	1 106,8	436,2	6,2	7,6	8,2	4,1	3,5
Mars	837,7	1 116,4	442,9	5,6	7,1	10,4	5,9	6,7
April	835,2	1 118,2	439,0	5,4	6,9	6,8	5,8	9,0
Mai	840,0	1 119,3	445,8	5,4	6,5	7,4	5,6	9,9
Juni	840,7	...	451,5	4,8	...	7,7	3,4	8,5

K1 = Kredittindikator. Innenlandsk kreditt, dvs. publikums innenlandske bruttogjeld; sesongjusterte tall.
K3 = Samlet kredittvolum, dvs. sum av publikums innenlandske bruttogjeld og gjeld til utlandet; faktiske tall.
M2 = Pengemengde; sesongjusterte tall .
Kilde: Norges Bank

Tabell 22. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	1988	1989[1])	1/1–30/6 1989	1/1–30/6 1990[1])
Forretnings- og sparebanker	17 011	22 249	7 789	10 514
Statsbanker[2])[3])	9 384	10 138	5 049	5 178
Private finansieringsselskaper	9 466	–6 713	–2 649	–2 226
Skadeforsikringsselskaper	–825	–720	–821	–320
Livsforsikring, pensjonskasser	7 540	328	33	718
Kredittforetak	23 306	10 940	5 969	264
Obligasjons- og sertifikatmarkedet[4])	–2 259	9 376	6 611	5 130
Markedslån	–6 000	–3 100	–2 500	–4 600
Annen kreditt	62	366	–1	–153
Sum[5])	57 685	42 864	19 480	14 505
Aksjemarkedet	13 000	13 000	...	...
Innenlandsk kredittilførsel i alt	70 685	55 864	...	...

[1]) Delvis foreløpige 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 (–)		1988	1989
I	Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd m.v. ekskl. oljeskatter[1]) (–)	–2 181	22 623
II	Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner[2])	18 749	14 760
	Herav: Statsbankenes utlånsøkning	8 967	9 238
III	Forretnings- og sparebankenes kredittilførsel (+) og inntektsoverskudd (–)	12 161	3 843
IV	Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (–)	–1 401	–2 093
V	Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	–5 670	–16 759
VI	Innenlandsk likviditetstilførsel (I+...V)	21 658	22 374
VII	Statens lån/tilskudd til statlig petroleumsvirksomhet	8 120	840
VIII	Forretnings- og sparebankenes utlån i valuta med og uten lisens og kronelån til oljevirksomhet	8 621	12 633
IX	Publikums netto valutasalg til de private banker, ekskl. salg i forbindelse med oljeskatter	–16 441	–5 310
X	Endring i pengemengden i alt (VI+VII+VIII+IX)	21 958	30 537
	Herav:		
	Sedler og mynt	474	483
	Innskudd på anfordring	32 371	30 892
	Ubenyttede kassekreditter og byggelån	5 483	847
	Tidsinnskudd ekskl. banksparing med skattefradrag	–16 370	–1 685
XI	Endring i pengemengden i prosent av likviditetsmassen ved inngangen til perioden	5,7	7,5
	Oljeskatter	11 867	15 620

Fotnoter står under tabell 23 c.

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

Likviditetstilførsel fra:	Året 1988	Året 1989	Siste 12 mndr. pr. 30/6 1989	Siste 12 mndr. pr. 30/6 1990	Tall for 1990 fra Revidert nasjonalbudsjett 1990 %	Tall for 1990 fra Revidert nasjonalbudsjett 1990 Mrd.kr.
A. Sentralmyndighetene	4,3	9,2			10,7	46,6
Ved inntektsunderskudd[3])	−0,6	5,6			5,6	24,4
Ved lånetransaksjoner	4,9	3,6			5,1	22,2
B. Private banker[4])	2,9	0,4			2,0	8,7
C. Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	−1,5	−4,1			..	..
Innenlandsk likviditetstilforsel (A+B+C)	5,7	5,5	1,7	7,5	12,7	55,3
Publikums netto valutasalg til private banker[5])	0,0	2,0	3,1	0,2	−5,2	−22,6
Endring i pengemengden	5,7	7,5	4,8	7,7	7,5	32,7

Fotnote står under tabell 23 c.

Tabell 23c. Sammensetningen av pengemengden (Mill. kroner)

Beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kasse-kreditter	Sum	Tids-innskudd[6])	Penge-mengden i alt	Endring siste 12 mndr. i penge-mengden i alt	
							Belop	%
1988								
Desember	28 720	157 470	59 383	245 573	158 891	404 464	21 958	5,7
1989								
Januar	26 825	159 858	60 968	247 651	160 005	407 656	11 187	2,8
Februar	26 724	161 388	62 613	250 725	162 519	413 244	15 819	4,0
Mars	26 417	156 960	60 311	243 688	159 774	403 462	5 840	1,5
April	26 278	165 488	62 275	254 041	159 643	413 684	15 366	3,9
Mai	26 026	168 079	58 851	252 956	152 019	404 975	14 020	3,6
Juni	27 034	180 298	60 940	268 272	153 742	422 014	19 377	2,3
Juli	26 354	177 750	62 666	266 770	151 297	418 067	23 734	6,0
August	26 390	178 610	62 080	267 080	154 516	421 596	29 808	7,6
September	27 896	180 996	60 026	268 918	151 590	420 508	25 155	6,4
Oktober	27 470	186 275	61 474	275 219	155 158	430 377	27 155	6,7
November	27 439	182 096	59 644	269 179	154 222	423 401	37 333	9,7
Desember	29 203	188 362	60 230	277 795	157 206	435 001	30 537	7,6
1990[7])								
Januar	27 238	189 399	60 530	277 167	162 078	439 245	31 589	7,8
Februar	27 071	199 444	61 974	288 489	158 574	447 063	33 819	8,2
Mars	26 609	201 987	63 731	292 327	153 275	445 602	42 140	10,5
April	26 461	200 624	62 257	289 342	152 570	441 912	28 228	6,8
Mai	26 372	197 676	61 094	285 142	149 922	435 064	30 089	7,4
Juni	27 388	212 582	61 709	301 679	152 633	454 312	32 298	7,7

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

[1]) Omfatter den del av statens overskudd for lånetransaksjoner og statsbankenes inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i innestående på skattekonti i banker og Postgiro. Fra anslaget over statens inntektsoverskudd har en, for å komme fram til den innenlandske likviditetsvirkning, korrigert for statens oljeskatter og statens netto renter og stønader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (inkl. ufordelte renteinntekter) og økning i Rikstrygdeverkets plassering i form av kontolån til statskassen og innskudd på Postgiro. Økning i Folketrygdfondet som følge av innlemmelse av andre trygder er holdt utenfor.

[2]) Omfatter publikums nettokjøp av statspapirer (—), andre enn bankers likviditetsreserver (—), Folketrygdfondets nettokjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), statsbankenes utlånsøkning (+), statens spesifiserte utlånsøkning og aksjekjøp (+), kontolån til statskassen fra publikum (—) og kreditt-tilforsel fra Norges Bank, Postgiro og Postsparebanken (+).

[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]) Foreløpige tall.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.

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

	Finansinvesteringer					Beholdning pr. 31/3
	Året			1. kvartal		
	1987	1988	1989	1989	1990	1990
Bankinnskudd	25 881	15 468	12 765	−415	4 350	255 800
Obligasjoner,[2]) aksjer[2]) og aksjefondsandeler	6 512	2 815	4 934	361	720	..
Forsikringskrav	17 947	19 570	25 275	5 067	5 032	180 200
Andre fordringer[3])	1 345	333	−838	938	−2 347	26 000
Fordringer i alt	51 685	38 186	42 136	5 951	7 755	
Lån i private banker	47 636	8 156	19 536	−4 799	−1 115	268 700
Lån i offentlige banker	5 980	7 229	7 030	1 994	2 266	98 300
Lån i forsikring mv.[4])	9 562	1 735	560	497	120	45 300
Lån i finansieringsselskap og kredittforetak	15 476	24 600	3 162	420	177	78 700
Netto markedslån garantert av bank og forsikring	2 582	−2 252	−1 068	−411	−227	..
Gjeld i alt	81 236	39 468	29 240	−2 299	1 621	
Netto fordringer	−29 551	−1 282	12 896	8 250	6 134	
Finansinstitusjonenes tap på utlån til husholdninger[5])	−1 908	−3 675	−4 780	−1 195	−1 050	.
Netto finansinvesteringer	−31 459	−4 957	8 116	7 055	5 084	.

[1]) Gjelder kun fordrings- og gjeldsforhold overfor innenlandske sektorer.
[2]) 1. håndsomsetning.
[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)

	1/1–31/12		1/1–31/7	
Likviditetstilførsel+/inndragning−	1988	1989	1989	1990
1. Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	8 421	15 425	16 559	6 942
2. Stats-og statsbankpapirer	−854	3 251	382	611
3. Valutamarkedet	−11 435	−10 921	−42	−1 579
4. Beholdning av sedler og mynt[2])	−567	−2 466	1 587	2 811
5. Norges Banks andre transaksjoner[2])	−6 586	−5 809	−5 132	−3 554
6. Sentralbanklikviditet	3 714	319	−14 548	−5 600
7. Reserver i alt (1+2+3+4+5+6)	−7 307	−201	−1 194	−368
8. Båndlagte reserver[3])(oppgang−)	3 355	510	552	74
9. Disponible reserver (7+8)	−3 952	309	−642	−294
10. Frie reserver (9−6)	−7 666	−10	13 906	5 306

[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.

[2]) Anslag.
[3]) Anslag på bankenes «egne krav».

Kilde: Norges Bank.

Tabell 26. Kortsiktige nominelle rentesatser (Prosent p.a.)

	Eurokronerenter[1]) Gjennomsnitt			Renter på bankenes dagslån i Norges Bank pr. utgangen av måneden
	Dagslån[2])	1 mnd.	3 mnd.	
1989				
Juli	11,1	11,0	11,1	10,0
August	10,6	10,9	11,2	10,0
September	11,1	11,0	11,0	10,0
Oktober	11,2	11,3	11,4	10,0
November	11,4	11,7	11,9	11,0
Desember	12,3	12,5	12,5	11,0
1990				
Januar	11,5	11,8	12,0	11,0
Februar	11,3	11,4	11,6	11,0
Mars	12,6	12,1	11,9	11,0
April	12,0	12,2	12,3	11,0
Mai	11,6	11,6	11,4	11,0
Juni	11,7	11,4	11,0	11,0
Juli	11,8	11,5	11,1	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	FFR	SEK	USD	Kurv-rente[2])	Rente-differanse[3])
1989									
Juni	6,9	9,2	14,1	5,3	9,0	11,3	9,3	9,6	1,3
Juli	6,9	9,4	13,9	5,5	9,1	11,6	8,9	9,6	1,4
August	7,0	9,2	13,9	5,4	9,0	11,6	8,8	9,6	1,5
September	7,4	9,7	14,0	5,6	9,3	11,6	8,9	9,9	1,0
Oktober	8,0	11,3	15,1	6,1	9,9	11,8	8,7	10,4	0,9
November	8,2	12,1	15,2	6,7	10,5	11,9	8,5	10,6	1,1
Desember	8,2	11,9	15,1	6,7	10,8	12,1	8,4	10,8	1,6
1990									
Januar	8,3	12,0	15,2	7,0	11,2	12,6	8,3	10,9	0,9
Februar	8,4	12,2	15,1	7,2	11,0	13,9	8,3	11,2	0,3
Mars	8,3	11,9	15,3	7,5	10,6	14,5	8,4	11,2	0,6
April	8,2	11,3	15,2	7,4	9,9	13,8	8,5	10,9	1,3
Mai	8,2	10,7	15,2	7,3	9,7	12,8	8,4	10,6	1,0
Juni	8,2	10,6	15,0	7,4	10,0	12,3	8,3	10,5	0,8

[1]) 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.
[2]) Veid geometrisk gjennomsnitt av 3-mnd. eurorenter for de 14 valutaer som inngår i valutakurven.
[3]) Differansen mellom kurvrenten og NOK-kurven.
Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 28. Norske kroner. Kursindeks og kurser overfor en del enkeltvalutaer. Månedsgjennomsnitt av midtkurser notert på Oslo Børs

	Kurs-indeks	100 DEM	100 SEK	1 GBP	1 USD	100 JPY
1989						
August	112,28	365,48	107,68	11,239	7,0408	4,9839
September	112,19	364,92	107,85	11,189	7,1230	4,9079
Oktober	112,37	372,10	107,69	11,029	6,9420	4,8856
November	112,50	376,89	107,37	10,849	6,8967	4,8042
Desember	112,53	385,12	106,56	11,029	6,7046	4,6660
1990						
Januar	112,23	386,62	106,02	10,803	6,5404	4,5118
Februar	112,11	386,05	105,79	10,973	6,4708	4,4444
Mars	112,26	386,55	106,94	10,710	6,5893	4,3027
April	112,30	387,93	107,04	10,719	6,5506	4,1362
Mai	112,16	387,74	106,47	10,819	6,4444	4,1927
Juni	112,16	384,32	106,28	11,065	6,4729	4,2066
Juli	112,26	384,35	105,92	11,387	6,3034	4,2245
August	112,13	387,39	105,35	11,568	6,0845	4,1280

Kilde: Oslo Børs, Norges Bank.

Tabell 29. Effektive renter på statspapirer (Prosent p.a.)

		Statsobligasjoner med gjenstående lopetid[2])		
	Statssertifikater[1])	0–3 år	3–6 år	6–10 år
1989				
Juli	10,6	10,8	10,7	10,8
August	10,5	10,7	10,7	10,8
September	10,5	10,7	10,5	10,5
Oktober	10,5	10,9	10,7	10,7
November	10,9	11,4	11,1	11,1
Desember	11,5	11,3	10,9	10,9
1990				
Januar	11,3	11,3	10,7	10,6
Februar	11,2	11,1	10,6	10,6
Mars	11,6	11,3	10,9	10,9
April	11,5	11,3	11,0	11,0
Mai	11,3	11,3	10,8	10,7
Juni	11,1	11,0	10,8	10,7
Juli	..	10,7	10,6	10,6

[1]) Representativ rente basert på et veid gjennomsnitt av renten ved månedens transaksjoner (evt. justert med Norges Banks kjopsrente i måneder med lav/ingen omsetning).
[2]) Helårlig etterskuddsrente ved utgangen av måneden.
Kilde: Norges Bank

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

	Kortsiktige utlån		Mellomlange og langsiktige utlån	Utlån i alt
	I alt	Herav kassekreditter		
2. kvartal 1989				
Forretningsbanker	15,0	15,9	15,1	15,1
Sparebanker	15,3	16,4	15,0	15,1
Sum banker	15,1	16,1	15,0	15,1
3. kvartal 1989				
Forretningsbanker	13,7	15,4	14,5	14,2
Sparebanker	14,9	16,2	14,6	14,7
Sum banker	14,2	15,6	14,5	14,4
4. kvartal 1989				
Forretningsbanker	14,1	16,3	14,4	14,3
Sparebanker	15,0	16,4	14,4	14,5
Sum banker	14,5	16,3	14,4	14,4
1. kvartal 1990				
Forretningsbanker	13,7	16,9	14,3	14,1
Sparebanker	15,2	16,8	14,3	14,5
Sum banker	14,2	16,2	14,3	14,3
2. kvartal 1990[1])				
Forretningsbanker	15,1	17,2	14,4	14,6
Sparebanker	15,5	17,2	14,2	14,5
Sum banker	15,2	17,2	14,3	14,6

[1]) Foreløpige tall.
Merk: Vi gjor oppmerksom på at bankene i sin utlånsportefolje kan ha engasjementer der den løpende renteberegning/rentebetaling er stoppet. Mange banker lar disse lån inngå i rentestatistikken med rentesats null. Det er en tendens til at slike utlån i sin helhet plasseres under utlånsarten «Andre kortsiktige utlån med løpetid til og med 1 år». Dette vil i så fall bidra til at det registrerte rentenivået trekkes nedover, og at dette særlig gjor seg gjeldende for de kortsiktige utlån.
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 1989				
Forretningsbanker	8,1	9,7	10,7	8,9
Sparebanker	8,5	10,2	11,0	9,3
Sum banker	8,3	9,9	10,8	9,1
3. kvartal 1989				
Forretningsbanker	7,6	9,3	10,3	8,4
Sparebanker	8,2	9,8	10,7	8,9
Sum banker	7,9	9,5	10,4	8,7
4. kvartal 1989				
Forretningsbanker	7,8	9,5	10,6	8,7
Sparebanker	8,3	9,7	10,6	9,0
Sum banker	8,1	9,6	10,6	8,8
1. kvartal 1990				
Forretningsbanker	8,1	9,7	10,6	8,8
Sparebanker	8,3	10,0	10,9	9,1
Sum banker	8,2	9,8	10,7	9,0
2. kvartal 1990[1])				
Forretningsbanker	8,4	10,0	10,8	9,1
Sparebanker	8,2	9,9	10,9	9,0
Sum banker	8,3	10,0	10,8	9,1

[1]) Foreløpige tall.
Kilde: Norges Bank.

Tabell 32. Forretnings- og sparebanker. Rente- og kredittprovisjonsinntekter i prosent p.a. av midlere trukne utlån til norske låntakere[1])

	1985		1986		1988[2])	
	Rente	Rente og provisjon	Rente	Rente og provisjon	Rente	Rente og provisjon
Utlån i alt:						
Alle banker	12,8	14,0	14,1	15,4	15,0	15,8
Forretningsbanker	12,8	14,1	14,3	15,6	14,9	15,8
Sparebanker	12,9	13,8	14,0	15,0	15,1	15,9
Kortsiktige utlån:						
I alt	12,3	14,6	13,7	15,9	14,0	15,7
Byggelån	11,2	14,0	12,3	15,0	13,9	16,2
Andre rammelån	12,7	15,4	14,7	17,6	15,3	17,6
Andre korte utlån	12,7	13,2	13,2	13,6	11,9	12,4
Mellomlange og langsiktige utlån:						
I alt	13,1	13,6	14,3	15,1	15,6	15,9

[1]) Utlån i NOK til oljevirksomheten og utlån etter lisens er ikke med. Midlere er definert som et 13-måneders gjennomsnitt av belopene 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 innskytere[1])

	1985	1986	1988
Innskudd i alt:			
Alle banker	9,1	9,9	11,5
Forretningsbanker	9,4	10,1	11,8
Sparebanker	8,8	9,7	11,2
Innskudd på anfordring:			
I alt	6,9	7,7	9,5
Innskudd på tid:			
I alt	9,9	10,8	12,8
På spesielle vilkår	11,6	12,3	13,1
SMS	8,5	8,7	10,3
Andre tidsinnskudd	8,2	9,6	13,4

[1]) Midlere er definert som et 13-måneders gjennomsnitt av belopene 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. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
1. kvartal 1989	13,8	14,2	13,9
2. » »	13,4	13,4	13,4
3. » »	12,8	12,8	12,8
4. » »	12,6	12,3	12,5
1. kvartal 1990	12,6	12,2	12,4
2. » »	12,6	12,1	12,4

Kilde: Norges Bank.

Tabell 35. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

			1/1—31/5	
	1988	1989	1989	1990
Varebalansen	—2 229	23 648	13 601	6 570
Tjenestebalansen	—2 109	2 389	1 574	2 406
Rente- og stonadsbalansen	—19 508	—24 329	—12 222	—11 805
A. Driftsbalansen	—23 846	1 708	2 953	—2 829
Herav:				
Skipsfart[1])	—1 737	—8 242	—772	1 235
Oljevirksomhet[1])	42 774	61 752	25 088	22 832
Andre sektorer	—64 883	—51 802	—21 363	—26 896
B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto	34 319	25 570	11 923	—6 263
Herav:				
Statsforvaltningen	4 929	2 838	1 220	—2 602
Kommuner, inkl. kommuneforetak	906	—267	31	—1 110
Statsbanker	—1 637	—1 062	—220	1 396
Forretnings- og sparebanker	7 519	3 919	4 300	—241
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	6 909	9 825	895	—1 841
Skipsfart	4 429	6 071	720	—852
Oljevirksomhet	7 129	—3 463	—474	—564
Andre private og statlige foretak	4 135	7 709	5 451	2 343
C. Grunnbalansen (A+B)	10 473	27 278	14 876	—9 092
D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank	—12 367	—20 648	—7 119	1 345
Herav:				
Statsforvaltningen	199	623	235	123
Kommuner, inkl. kommuneforetak	325	0	0	0
Statsbanker	—163	110	442	—94
Forretnings- og sparebanker	—1 070	—3 615	2 871	2 199
Andre finansinstitusjoner ekskl. Norges Bank	3 991	5 090	—1 510	1 592
Skipsfart	577	—905	—810	—706
Oljevirksomhet	—134	—2 224	—624	4 504
Andre private og statlige foretak	—4 757	—2 999	—1 806	—730
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	—11 335	—6 548	—5 917	—5 543
E. Endring i Norges Banks kortsiktige netto fordringer overfor utlandet (C+D)	—1 894	6 630	7 757	—7 747
F. Tildelte SDR	—	—	—	—
G. Diverse reguleringer og poster som ikke inngår i internasjonale reserver	—4	—2 543	—538	—3 127
Endring i Norges Banks totale fordringer på utlandet (E+F+G)	—1 898	4 087	7 219	—10 874

[1]) Utvalgte poster beregnet av Norges Bank.
Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank.

Tabell 36. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1988			31/12 1989			31/5 1990		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statskassen	8,5	22,1	−13,6	8,0	23,9	−15,9	7,9	20,2	−12,4
Andre statsregnskap	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Norges Bank	89,1	3,0	86,1	93,2	2,7	90,6	82,5	2,4	80,1
Postgiro og Postsparebanken	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Statsbanker	1,2	13,6	−12,4	1,2	12,4	−11,2	1,2	10,8	−9,6
Forretnings- og sparebanker	41,1	129,9	−88,8	41,2	130,6	−89,3	52,2	140,3	−88,1
Andre kredittinstitusjoner	20,8	32,7	−11,9	22,7	40,3	−17,6	22,9	39,0	−16,1
Forsikringsselskaper	6,1	1,4	4,7	6,5	1,2	5,3	6,3	1,5	4,8
Kommuneforvaltning, inkl. kommuneforetak	1,7	11,9	−10,2	1,7	11,3	−9,6	1,7	10,0	−8,4
Statsforetak	24,3	56,6	−32,3	26,5	55,1	−28,7	28,1	54,6	−26,4
Andre norske sektorer	61,0	112,1	−51,1	72,0	132,8	−60,9	69,3	133,3	−63,9
Ufordelt[1])	0,0	0,0	0,0	6,6	0,0	6,6	12,1	0,0	12,1
Alle sektorer i alt	253,8	383,3	−129,5	279,6	410,3	−130,7	284,2	412,1	−127,9

[1]) Omfatter nettobelop som det på de angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektorisere samt statistiske feil. For enkelhets skyld er nettobelopet henfort til fordringer.
Merk:
De presenterte balansetallene er beregnet i Norges Bank ved å kombinere data fra Statistisk sentralbyrås årlige «finanstelling» med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet / valutastatistikken. Byråets «finanstelling» pr. 31. desember 1988 er innarbeidet. Belopene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokforte regnskapstall.
Kilde: Norges Bank.

Tabell 37. Valutabanker. Utestående valutaterminforretninger med andre sektorer mot oppgjør i norske kroner[1]) (Milliarder kroner)

	Netto kjopt					Kjopt, bto.		Solgt, bto.	
	Sentralmyndighetene[2])	Andre finansinst.[3])	Publikum	Utlandet	Sum	Publikum	Utlandet	Publikum	Utlandet
1989									
Juni	0,0	−5,4	13,7	28,4	36,7	25,7	83,8	12,0	55,3
Juli	0,9	−5,1	13,9	25,0	34,7	26,5	84,5	12,6	59,5
August	1,7	−3,7	13,1	24,6	35,7	26,1	87,0	12,9	62,3
September	2,9	−3,6	12,6	24,6	36,5	25,7	86,2	13,1	61,6
Oktober	3,8	−1,5	12,5	15,9	30,7	25,4	89,2	12,9	73,4
November	5,6	−4,8	12,0	16,2	29,0	25,2	89,9	13,1	73,7
Desember	10,1	−3,6	12,5	12,6	31,6	27,0	86,3	14,5	73,8
1990									
Januar	3,5	−2,1	11,5	17,8	30,7	28,2	90,7	16,7	72,8
Februar	1,5	−0,2	11,4	17,1	29,8	28,0	88,6	16,6	71,5
Mars	12,9	−2,7	13,5	17,8	41,5	29,3	91,7	16,2	73,9
April	1,1	−2,9	10,6	19,2	28,0	26,3	83,4	15,7	64,2
Mai	1,5	−1,6	11,5	18,9	33,5	26,6	79,0	15,1	60,1
Juni	4,1	−1,1	10,7	22,2	35,9	26,0	79,5	15,3	57,3

1) Ekskl. kurskorreksjoner.
2) Statsforvaltn., trygdeforvaltn., og Norges Bank.
3) Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.
Kilde: Oppgaver fra forretnings- og sparebanker (registrerte valutabanker) til Norges Bank.

Tabell 38. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	30/6 1989	30/9 1989	31/12 1989	31/3 1990	30/6 1990
A-banker[1]):					
Valutaaktiva, spot	113 868	114 496	108 314	126 126	119 586
Valutapassiva, spot	144 910	148 646	138 693	166 154	153 777
1. Spotbalanse, netto	−31 042	−34 150	−30 379	−40 028	−34 191
2. Terminbalanse, netto	31 436	33 067	29 925	39 304	33 980
3. Opsjonsposisjon mot NOK	−91	361	536	355	153
4. Totalposisjon (1+2+3)	303	−722	82	−369	−58
B-banker[2]):					
5. Totalposisjon	183	169	123	295	244
A- og B-banker:					
6. Totalposisjon (4+5)	486	−553	205	−74	186

[1]) Omfatter de storre private valutabanker; pr. 31.03.90 var antallet 23
[2]) Omfatter de øvrige private valutabanker; pr. 31.03.90 var antallet 40
Kilde: Norges Bank.

Norges Bank, Oslo

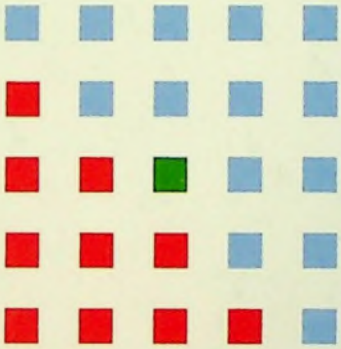
	Postadresse	*Telefon*	*Telex*	*Telefax*
Hovedkontoret, Bankplassen 2	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo 1	(02) 31 60 00	71 369 nbank n	(02) 41 31 05

Norges Banks seddel- og myntproduksjon

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

Norges Banks avdelinger

Reg. nr.					
0616	Bergen	Postboks 4132 Dreggen, 5023 Bergen	(05) 31 81 50	42 155 nbber n	(05) 31 13 12
0663	Bodø	Postboks 114, 8001 Bodø	(081) 21 060	64 353 nbbo n	(081) 23 453
0660	Fredrikstad	Postboks 144, 1601 Fredrikstad	(09) 31 49 00	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) 50 045	21 911 nblil n	(062) 59 944
0629	Oslo	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo 1	(02) 31 60 00	79 213 nbsba n	
	Ekspedisjonen				(02) 33 69 91
	Kassen				(02) 31 68 90
	Fondskontoret				(02) 41 31 05
0631	Stavanger	Postboks 18, 4001 Stavanger	(04) 52 00 00	33 047 nbsta n	(04) 52 35 06
	Haugesund kassektr.	Postboks 233, 5501 Haugesund	(047) 28 500	42 893 nbhd n	(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	Vardø	Postboks 68, 9951 Vardø	(085) 87 621	64 355 nbvar n	(085) 88 398
0614	Ålesund	Postboks 380, 6001 Ålesund	(071) 21 710	42 894 nbaal n	(071) 29 886
	Kristiansund kassektr.	Postboks 80, 6501 Kristiansund N.	(073) 72 911	15 261 nbcs n	(073) 74 706



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