



NORGES BANK

ARKIVEKSEMPLAR

Penger og Kreditt

1988 / 3

NORGES BANKS
BIBLIOTEK



Norges Banks bibliotek



010116VPA



NORGES BANKS
BIBLIOTEK

INNHold

Del A:

- 97* Hvorfor gikk det galt? *Leder*
- 99* Økonomisk oversikt
- 99* Kap. 1. Den økonomiske situasjon
- 109* Vedlegg. *Aktuell utdyping*: Utviklingen i internasjonal økonomi
- 113* Kap. 2. *Tema*: Avkastning på aksjemarkedet
- 125* Kap. 3. *Nytt siden sist*: Utviklingen i penge-, kapital- og valutamarkedene

Del B:

- 111 Utvikling i lønnsomhet og markedsandeler for norske private finansinstitusjoner
Vigdis Husevåg og Morten Jonassen
- 122 Finansiell integrasjon i EF
Amund Utne
- 130 Hvordan bør valutareservene plasseres?
Sigbjørn Atle Berg
- 137 Hvorfor sparer nordmenn så lite?
Arent Skjæveland og Per Erik Stokstad
- 152 Nye arbeidsnotater fra Norges Bank
- 153 Valutabestemmelsene i ny utgave
- 154 Oversikt over kredittpolitisk virkemiddelbruk
- 157 Tabeller

Redaksjonen avsluttet:

- Del A: 14. sept. 1988
Del B: 7. sept. 1988
Tabellvedlegget: 2. sept. 1988

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

Redaktør: Hemod Skånland
Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastoyl
Redaksjonsutvalg: Arne Bondevik, Sekretariatsavdelingen
Harald Bohn, Økonomisk avdeling
Trond Eklund, Plan- og utviklingsavdelingen
Asbjørn Fidjestøl, Finansmarkedsavdelingen (leder)
Jon Petter Holter, Statistikkavdelingen
Sylvi Johansen, Bankstab
Liv Kielland, Informasjonskontoret
Brynjulv Vollan, Markedsoperasjonsavdelingen

Redaksjonens adresse:
Norges Bank, Informasjonskontoret
Boks 1179 Sentrum
0107 Oslo 1
Telex: 71 369 nbank n
Telefax: (02) 41 31 05
Telefon: (02) 31 60 00

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

Ettertrykk med kildeangivelse er tillatt

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

ISSN-0332-5598

Standardtegn i tabeller:

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

Hvorfor gikk det galt?

I en artikkel i dette nummer av Penger og Kreditt av konsulent Husevåg og avdelings-sjef Jonassen er det gitt en analyse av lønnsomhetsutviklingen i norske finansinstitusjoner gjennom 1980-årene fram mot det dramatiske tapsåret 1987. Det er grunn til å vente at 1988 ikke blir bedre. Vi krysser fingrene for 1989. Analysen forteller at det har gått galt. Men hvordan kunne det skje?

Etter kredittreguleringen fram til 1984 var bankene ivrige etter å gjenvinne markedsandeler. Man konkurrerte i liberal holdning overfor låntakerne, særlig med hensyn til sikkerhet og lånebeløp. Næringslivet hadde stor tro på fremtiden, og husholdningene var ikke vant til å spørre hva kreditten kostet, bare hvor mye man kunne få. Dessuten betalte jo stat og kommuner brorparten av renteutgiftene, og til neste år ville alt være dyrere.

I dag er det lett å se at kredittvurderingen var svak, men inntil oljeprisene brøt sammen, var der rimelig grunnlag for optimisme selv om veksten i etterspørselen etter hvert ville være nødt til å avta. Det var vanskelig å se hvorfor ikke ting skulle fortsette å gå bra, selv om kanskje ikke alt gikk stadig bedre.

Men fra oljeprisfallet satte inn rundt årskiftet 85/86, burde man vel sett at det måtte komme en baksmell? En nøktern analyse av situasjonen tilsa at en tilstramming måtte komme og at den ville gjøre tidligere engasjementer mer utsatt og nye uforsvarlige.

Men bygg var allerede under oppføring og prosjekter var underveis. Noe burde nok vært stanset, men avbrutte prosjekter gir ingen god sikkerhet. Alt dette til tross, større varsomhet og forutseenhet fra kreditt-

institusjonenes side hadde ikke vært urime-
lig å vente.

Men det må også sies at signalene fra myndighetenes side lot vente på seg. Det ble nok snakket om vanskeligere tider, men en arbeidstidsforkortelse og et lønnsoppgjør som alle måtte se ikke samsvarte med det man sa, fikk gå sin gang. Devalueringen kunne knapt nok rette opp de kostnadsmessige virkninger. Et forsøk på finanspolitisk tilstramming førte til regjeringsskifte. Situasjonen ga Norges Bank mulighet for å justere opp renten med en liten prosent, men deretter ble rentenivået igjen ansett for å være en politisk størrelse som ikke måtte røres. I sum ble nok finanspolitikken etter hvert strammet inn, men i statsbudsjettet for 1987 ble det likevel gitt skattelette til store deler av folket.

Først i desember 1986 ble det gitt nye signaler i rentepolitikken, samtidig som skatteendringer økte de reelle lånekostnader. Da var kreditt ekspansjonen omsider på retur. Det er tross alt grenser for hvor mye gjeld både husholdninger og næringsliv kan bære.

Vi kan nå bruke tid og krefter på å fordele skyld og ansvar. Viktigere er det likevel om vi kan erkjenne betydningen av kontinuerlig å holde fast ved en balansert økonomi. Det tar nemlig tid å forandre en stø kurs, også om den er gal. Først tar det tid før så vel sentrale myndigheter som andre beslutningsorganer ser hvor det bærer hen. Deretter må det vinnes den nødvendige forståelse i de politiske miljøer og i opinionen for at beslutninger kan treffes. Endelig tar det tid fra beslutning til de realøkonomiske virkninger viser seg. Vi er nå inne i denne

tredje fase uten at vi kan si oss helt ferdige med de to første.

Våre erfaringer fra etterkrigstiden vil ikke strekke til overfor den utvikling vi står foran. I fredstid har ikke norsk økonomi vært igjennom en større snu-operasjon siden våre besteforeldres tid. Men for snart

sytti år siden gjennomlevde også de ekspansjon, jobbetid og tilbakeslag. De opplevde også tap i bankene som ingen hadde tenkt seg mulig. Det er vår oppgave å sørge for at parallellen stanser der.

H. Sk.

Den økonomiske situasjon

Vurderingen av internasjonal økonomi har i løpet av 1988 snudd fra en frykt for økonomisk tilbakeslag til uro over inflasjonsutviklingen. En klart sterkere økonomisk vekst enn ventet er blitt møtt med renteøkning i USA. Dette har dels styrket dollarkursen og dels blitt møtt med renteøkning også i andre land. Den internasjonale renteøkningen har bidratt til å redusere renteforskjellene mellom norske kroner og andre valutaer. Dette har svekket mulighetene for ytterligere rentenedgang i Norge den nærmeste tiden. Sterkere nedgang enn forventet både i privat varekonsum og byggevirkosomheten bidrar til redusert underskudd på driftsbalansen. Flere faktorer bidrar til nedgang i innenlandsk etterspørsel. Det gjelder både større tilbakeholdenhet hos banker og andre finansinstitusjoner med å yte nye lån, en høy opparbeidet gjeldsbyrde hos private og kommuner samt usikkerhet om inntektsutviklingen. Redusert tilbud av kreditt vil isolert sett bidra til renteoppgang, mens redusert låneetterspørsel virker dempende på renten. Selv om reduksjonen i etterspørsel og gjeldsoppbygging kan gå noe raskere enn forventet, er det fortsatt få tegn til at neste skritt i omstillingsprosessen — oppbygging av ny konkurranseutsatt virksomhet — er kommet ordentlig i gang.

Innenlandsk etterspørsel i Norge er i klar nedgang

Husholdningenes løpende utgifter oversteg i 1986 deres inntekter med nær 40 milliarder kroner. Det var åpenbart at en slik utvikling ikke kunne fortsette, og den første reaksjonen kom i form av en kraftig reduksjon i kjøp av forbruksvarer og biler. Denne nedgangen har fortsatt i 1988 og ser nå ut til å bli sterkere enn tidligere antatt. Hittil i år ligger varekonsumet om lag 5% lavere enn samme periode i fjor, og på årsbasis kan nedgangen bli enda noe sterkere. Ifølge foreløpige tall fra kvartalsvis nasjonalregnskap holder derimot veksten i tjenestekonsumet seg på et meget høyt nivå, samtidig som nordmenns konsum i utlandet øker sterkt. Disse forholdene motvirker nedgangen i varekonsumet, og det er ennå usikkert i hvilken grad tidligere anslag for privat konsum i 1988 bør nedjusteres.

Det varte lenge før husholdningenes boligetterspørsel viste tegn til å reagere på den sterke gjeldsoppbyggingen. På årsbasis sank riktignok igangsettingen av nye boliger svakt i 1987. Den syntes imidlertid å holde seg høy fram til 1. kvartal 1988, selv når vi justerer tallene for 1. kvartal for spesielt gunstige værforhold. Den underliggende tendensen i boligbyggingen fremstår nå som en del svakere enn tidligere lagt til grunn. I tremånedersperioden mai-juli lå igangsettingen 24% lavere enn gjennomsnittsnivået for 1987. Den fulle effekt på boliginvesteringene får vi imidlertid først i 1989. Økte utlånsrammer i Husbanken kan imidlertid trekke i motsatt retning. I inneværende år vil investeringene fremdeles ligge høyt, fordi det som alt er igangsatt, må ferdigstilles.

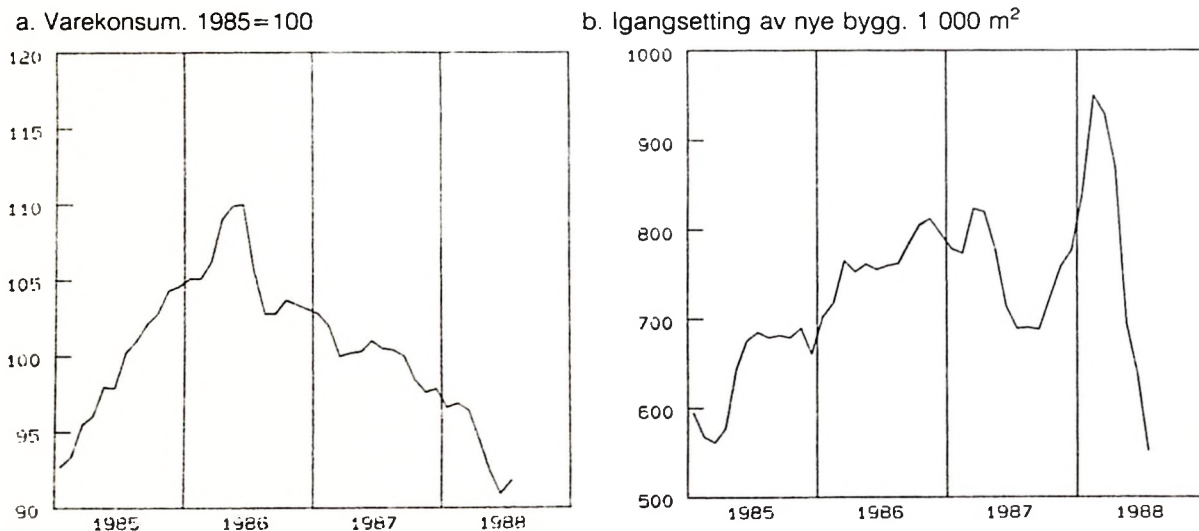
Også næringslivets igangsetting av nye bygg reduseres nå kraftig, noe som lenge

har vært tilfelle for maskin- og utstyrsinvesteringene. Utslaget på byggeinvesteringene av fallet i igangsettingen dempes imidlertid også her av høy aktivitet på allerede påbegynte bygg. På årsbasis kan fallet i igangsettingen bli 10-15%.

Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap for 2. kvartal har realinvesteringene i næringslivet utenom olje og sjøfart falt med 6,2% i forhold til samme kvartal i fjor. For industrien var nedgangen noe sterkere. Det er også et svakt fall i påløpte investeringer i oljevirkosomhet, mens innflaggingen til NIS fører til at investeringene i utenriks sjøfart har vist en sterk økning. Både for Fastlands-Norge, olje og sjøfart er investeringsutviklingen godt i samsvar med Norges Banks tidligere anslag. Fallet i igangsettingen av nye bygg indikerer imidlertid at byggeinvesteringene vil bli noe svakere i tiden fremover enn tidligere antatt.

Utsiktene for næringslivets investeringer i 1989 preges av to forhold. Et videre fall i innenlandsk etterspørsel tilsier fortsatt svake investeringer fordi den lavere kapasitetsutnyttningen dette gir, reduserer behovet for nyinvesteringer. Investeringsfallet i inneværende år og en mer moderat kostnadsutvikling har imidlertid bidratt til lavere gjeldsvekst for bedriftene. Dette kan bidra til å holde investeringene oppe i 1989. For konkurranseutsatt virksomhet vil dessuten høye inntekter i eksportindustrien i inneværende år virke gunstig. Industriens investeringer, som i år antas å falle med 17%, vil også falle neste år, anslagsvis med 20-25%. Årsaken til fallet er imidlertid at Mongstad-prosjektet trappes ned. Utenom Mongstad blir det trolig bare et svakt fall i industriinvesteringene fra 1988 til 1989. Dette innebærer en økning i volum fra 2. halvår 1988. Det er særlig eksportindustrien som bidrar til denne økningen.

Figur 1.1. Varekonsum og igangsetting av nye bygg. Sesongjustert



Både varekonsumet og igangsettingen av nye bygg har vist et noe sterkere fall de siste månedene enn lagt til grunn i forrige kvartalsrapport fra Norges Bank. Fallet i varekonsumet motvirkes av en fortsatt sterk vekst i tjenestekonsumet og en sterk vekst i nordmenns konsum i utlandet. De lave igangsettingstallene for nye bygg vil ikke slå så sterkt ut i bygginvesteringene i år pga. et høyt nivå på bygg under arbeid, men de indikerer et sterkere fall i bygginvesteringene i 1988 enn tidligere lagt til grunn. Økte utlånsrammer i Husbanken trekker imidlertid i motsatt retning.

Kilde: Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå

Reduserte boligpriser kan gi fall i privat konsum

De siste årene har vi samtidig hatt en sterk konsumvekst og en meget sterk økning i boligprisene. Noe av årsaken til konsumveksten kan ligge i formuesgevinster på boligkapitalen. I årene fremover kan vi få den motsatte effekten: et realprisfall på boliger kan trekke konsumet ned.

I Norges Bank er det arbeidet med å tallfeste hva som bestemmer privat konsum på bakgrunn av historiske data. I denne makrokonsumfunksjonen bestemmes konsumveksten av realinntektsvekst, konsumprisvekst, realprisvekst på boliger og husholdningenes likvide fordringer i forhold til inntekten. Økt inntektsvekst, økt boligprisvekst og økte likvide fordringer vil trekke konsumveksten opp, mens økt konsumprisvekst trekker ned. For å belyse usikkerheten i konsumanslaget har vi benyttet denne funksjonen til å simulere virkningen på det privat konsumet av et realprisfall på boliger.

Tabell 1.1 viser hvorledes konsumveksten endres når realprisene på boliger faller. Endringene ses i forhold til en utviklingsbane med uendret realpris på boliger.

Tabell 1.1. Vekst i privat konsum, avvik fra referansebanen i prosentpoeng¹⁾

	1989	1990	1991
20% realprisfall på boliger i 1989	-1,4	-1,7	2,3

¹⁾ Basert på en-relasjons simulering av makrokonsumfunksjonen, dvs. uten tilbakevirkning fra andre variable som konsumet selv påvirker.

Simuleringene indikerer at et realprisfall på boliger vil kunne medføre en betydelig reduksjon i konsumveksten de nærmeste årene. I løpet av 2 år vil en realprisnedgang på boliger på 20% gi et konsumfall på litt over 3%. Slik konsumfunksjonen er utformet, vil imidlertid et realprisfall på boliger bare gi temporære virkninger på det private konsumet. Realprisfallet på boliger tvinger konsu-

met kraftig ned på kort sikt, men så vil konsumet igjen bevege seg tilbake mot sitt langsiktige likevektsnivå. Dette er årsaken til at konsumveksten blir betydelig sterkere enn i referansebanen i 1991.

Dette strider i og for seg mot økonomisk teori, hvor en økning i formuen antas å gi varige virkninger på konsumet. Begrunnelsen for et slikt empirisk resultat kan være at husholdningene har vært rasjonert i kredittmarkedet fordi bankene krever pantesikkerhet for sine lån. Økte boligpriser gir da mulighet for økt opplåning som tas ut meget raskt. Det kan også tenkes at fraværet av langtidseffekter avspeiler at en formuesøkning brukes opp ganske raskt, og ikke fordeles over livsløpet slik økonomisk teori skulle tilsi. (Parallellen til hvordan den norske oljeformuen benyttes, er slående. Rikdommene i Nordsjøen er også blitt hentet opp og brukt i et stort tempo.)

I Økonomisk oversikt nr. 2/88 ble det lagt til grunn et fall i privat konsum på 2% i 1988 og 1 1/2% i 1989. Dette baserte seg på om lag uendret disponibel realinntekt i begge årene, og en økning i husholdningenes sparerate fra -3% i 1987 til null i 1989.

Styrken i konsumfallet og sparerateøkningen avhenger av en rekke forhold, hvorav muligheten for et realprisfall på boliger er en viktig faktor. Men husholdningene har dessuten økt sin nettogjeld (brutto gjeld fratrukket finansielle fordringer) i et så raskt tempo de siste årene at dette ikke kan vedvare. For å unngå en videre økning i nettogjelden, må spareraten øke betydelig. Også rentenivået og strengere kredittvurderinger i finansinstitusjonene kan være av betydning. Hvor sterkt disse andre faktorene påvirker konsumet er vanskelig å tallfeste. Usikkerheten i konsum- og sparerateanslagene er derfor større.

Referanse: Brodin, P. A.: «Makrokonsumfunksjonen — regimeskift eller feilspesifikasjon?» Sosialøkonomen nr. 5 1988.

Fallet i innenlandsk etterspørsel, med bakgrunn både i redusert forbruk og lavere investeringer, slår etter hvert kraftigere ut i arbeidsmarkedet. Den registrerte arbeidsledigheten har økt jevnt gjennom inneværende år og ligger nå på 2,3% når vi justerer for normale sesongvariasjoner. Samtidig ligger tilgangen av ledige plasser på et lavere nivå enn tidligere. Økningen i ledigheten har slått ut både for industrien, bygg- og anleggsvirksomheten og de tjenesteytende næringene. De tilhørende utviklingstrekkene for sysselsettingen er vanskelig å tolke på grunn av endringene i opplegget for Arbeidskraftundersøkelsen (AKU). En rimelig tolkning synes å være at sysselsettingsnivået i 2. kvartal lå noe lavere enn ett år tidligere. Likevel er arbeidsmarkedet fortsatt svært stramt i store deler av landet.

Raskere bedring i utenriksøkonomien...

Sterkere vekst i våre markedsland enn tidligere antatt har bidratt til å holde den tradisjonelle vareeksporten oppe. Det høye nivået for prisene på viktige norske eksportprodukter, i første rekke metaller, har også holdt seg oppe — selv om aluminiumsprisen, som lå på et rekordhøyt nivå i juni, opp mot 2 200 GBP pr. tonn i spotmarkedet, nå ligger på 1 450 GBP. For et år siden var prisen rundt 1 100 GBP. Deler av utekonkurrerende industri utnytter nå trolig kapasiteten fullt ut. På den annen side skaper nedgangen i innenlandsk etterspørsel rom for økt eksport fra hjemmekonkurrerende bedrifter. Kvartalsvis nasjonalregnskap viser sesongjustert en nedgang i eksportvolumet av tradisjonelle varer fra 1. til 2. kvartal etter en meget sterk vekst i 1. kvartal. Omleggingen av handelsstatistikken rundt årsskiftet og korreksjonen som ble foretatt i forbindelse med dette, vanskeliggjør en vurdering av den underliggende utviklingen. Utsiktene for eksportutviklingen ut inneværende år synes nå å være relativt gunstige, slik at det tidligere anslaget på

vel 16% verdivekst i tradisjonell vareeksport kan opprettholdes. Dette bekreftes blant annet av en meget kraftig vekst i ordretilgangen til eksportindustrien i 2. kvartal. Tilgangen av eksportordre til metallindustrien var f.eks. mer enn 40% høyere enn ett år tidligere. Også for verkstedindustrien var det sterk vekst i eksportordrene.

Konjunkturutviklingen innenlands ser ut til å ha gitt en svakere utvikling i den tradisjonelle vareimporten enn tidligere antatt. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap falt importvolumet med 3,2% fra 2. kvartal 1987 til 2. kvartal i år. Importverdien i juni og juli falt markert fra de tre foregående månedene også om en tar hensyn til det fallet som er normalt i disse månedene. Skulle dette nivået holde seg ut året, vil det bety et fall på årsbasis på 5%, noe som i så fall vil innebære en forbedring av den tradisjonelle varebalansen på 8 milliarder kroner i forhold til tidligere anslag. En så omfattende forbedring vil det neppe være tale om, men nedgangen i innenlandsk etterspørsel synes her å gi et vesentlig bidrag til et redusert underskudd overfor utlandet.

Utviklingen på andre områder av driftsbalansen er imidlertid mindre entydige. Svakere oljepris har blitt motvirket av høyere dollarkurs, slik at oljeprisen regnet i kroner fram til august i år samsvarte med årsanslaget i Revidert nasjonalbudsjett. Utbetalingene over rente- og stønadsbalansen har vært høye de siste månedene. Sterkere dollar og høyere rentenivå internasjonalt vil føre til at rentebetalinger til utlandet tiltar i omfang også i tiden fremover. Importen av skip var relativt høy i 2. kvartal. Denne posten varierer imidlertid sterkt fra måned til måned. Som det er påpekt i tidligere oversikter må dessuten inn- og utflugging av skip holdes utenfor ved en vurdering av de underliggende trekk i norsk utenriksøkonomi.

I forrige kvartaloversikt anslo Norges Bank underskuddet på driftsbalansen i 1988 til 25 milliarder kroner. I 1. halvår var un-

derskuddet om lag 13 milliarder kroner. Dette er 4 milliarder kroner mer enn i 1. halvår 1987. Utenom eksport av brukte og import av nye og brukte skip er imidlertid underskuddet om lag 6 milliarder kroner mindre enn i samme periode i fjor. I forrige kvartaloversikt la vi til grunn et underskudd på om lag 19 milliarder kroner når disse skipspostene holdes utenom. Nå ser dette ut til å kunne bli omkring 15 milliarder kroner forutsatt at oljeprisen målt i kroner holder seg på samme nivå i 2. halvår som i 1. halvår. Den siste tiden har oljeprisen falt og målt i kroner vært klart lavere enn lagt til grunn i siste kvartaloversikt. Dersom også det høye nivået på import av skip fra 2. kvartal holder seg ut året, er det mulig at den samlede driftsbalansen ikke endrer seg vesentlig i forhold til tidligere anslag.

...men det er fremdeles langt fram

Bedringen i den tradisjonelle varebalansen er langt fra stor nok til å hindre at norsk utenriksøkonomi også i år viser store underskudd. Selv med en eksport fra olje- og gassvirksomheten på vel 50 milliarder kroner pr. år, har vi et underskudd på driftsbalansen som målt i forhold til BNP er klart høyere enn i noe annet OECD-land. Tatt i betrakning at olje- og gassutvinningen først og fremst er bruk av formue, og ikke opp-tjent inntekt, er vi langt fra balanse i utenriksøkonomien. Som nasjon tærer vi på nasjonalformuen samtidig med at vi øker vår utenlandsgjeld.

Vi er også langt fra målet når det gjelder prisstigningen. I år vil konsumprisveksten i desember kanskje komme ned på 5,5%. Det er likevel et godt stykke igjen til prisstigningen i de toneangivende landene som vi må sammenligne oss med. Her er prisstigningen 2-3%. Det er det som må være målet — både av hensyn til vår konkurransevne og av hensyn til en effektiv ressursbruk.

Innteksreguleringen har sørget for at vi

i 1988 får omtrent samme timelønnsvekst som hos våre handelspartnere. I årene fremover må det være et absolutt minstekrav at lønnsveksten ikke overstiger lønnsveksten i de landene vi konkurrerer med.

Reduksjon i Fastlands-Norges nettogjeldsoppbygging

Driftsbalansen er en sentral målestokk for vurdering av den økonomiske utviklingen. Motposten til driftsunderskudd overfor utlandet er nettogjeldsøkningen i de ulike norske sektorer. Tabell 1.2 viser en lavere vekst i privat og kommunal sektors nettogjeldsøkning i 1. halvår 1988 enn for samme periode 1987. Usikkerheten ved tallene er imidlertid betydelig. Men uansett er nivået på nettogjeldsveksten fremdeles høyt, og fremover må størrelsen på utgiftene i større grad tilpasses inntektene. Dette vanskelig-gjøres av den sterke ubalansen mellom inntekter og utgifter en har i utgangspunktet.

Tabell 1.2. Endring i private og kommuners finansielle fordringer og gjeld. Milliarder kroner. Korrigerte tall.¹⁾

	1.halvår 87	1.halvår 88
<i>Innenlandske fordringer:</i>	35	24
— Likvide fordringer, sertifikater, obligasjoner m.v.	26	14
— Forsikringskrav	9	10
<i>Gjeld:</i>	54	38
— Innenlandsk kredittilførsel	63	35
— Netto kapitalinngang fra utlandet	-9	3
Nettogjeldsøkning	19	14

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

Kilde: Norges Bank.

Nasjonalregnskapet viser at utgiftene for private og kommuner oversteg inntektene med 61 milliarder kroner i 1987. Underlagsmaterialet indikerer likevel at Fastlands-Norge har redusert takten i nettogjeldsoppbyggingen i betydelig grad i første halvår 1988. Høye investeringer i olje- og sjøfartsektorene virker imidlertid i motsatt retning for private og kommuner under ett.

Lav vekst i brutto finansielle fordringer og gjeld...

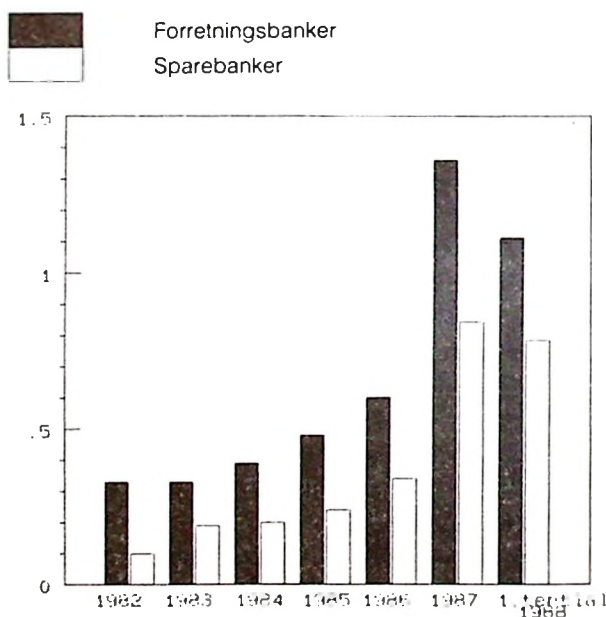
Et markert trekk ved utviklingen i private og kommuners finansielle fordringer og gjeld fram til og med juni i år, er den vesentlig lavere veksten i bruttofordringer og bruttogjeld sammenlignet med tilsvarende periode i fjor. Således har Norges Banks kredittindikator vist klart avdempet veksttakt i innenlandsk kreditt ekspansjon i 1988. Veksttaket over siste tre måneders periode, regnet som årlig rate, har de siste månedene ligget på 9-10%.

Veksten i finansielle fordringer var høy i 1987, på samme måte som i 1986. Dette kan ha vært et resultat av at publikumssektoren ønsket å foreta en reell oppbygging av finansielle fordringer. Stort transaksjonsomfang i aksjemarkedet og boligmarkedet kan også ha bidratt til å øke etterspørselen etter likviditet og kreditt i første del av 1987. Dersom vi antar at private og kommuner nå i stor grad er ferdig med å tilpasse nivået på de finansielle fordringene etter dereguleringen av kredittmarkedet, vil det i tiden fremover slå ut i lavere veksttakt. Nedgangen i inflasjonstakten i år i forhold til i 1987 fører videre til at publikum kan opprettholde det reelle nivået på finansielle fordringer med en lavere nominell fordringsvekst. Nedgangen i aktiviteten på aksjemarkedet og boligmarkedet kan også ha redusert behovet for kreditt og likviditet i 1. halvår 1988 i forhold til samme periode i 1987.

...og fortsatt store tap i finansinstitusjonene

Bankene, og også andre finansinstitusjoner, har hatt store tap på utlån både i 1987 og hittil i 1988. Svak lønnsomhet sammen med kravene til egenkapital fører til at finansinstitusjonene nå må konsolidere sin stilling. De har derfor lagt betydelig strengere kriterier til grunn ved yting av lån enn tidligere. Samtidig er etterspørselen etter nye lån dempet på grunn av økt gjeldsbyrde og usikkerhet om framtidige inntekter. Disse forhold kan ha ført til at publikum i større grad må finansiere konsum og realinvesteringer ved å trekke på finansielle fordringer og i mindre grad ved å ta opp nye lån. Dette vil gi seg utslag i lavere vekst i brutto finansielle fordringer og brutto gjeld. Hvis

Figur 1.2. Tap på utlån i forretnings- og sparebanker. I prosent av utlån



Bankenes tap på utlån økte både i 1985 og 1986, men i 1987 ble økningen nærmest eksplosiv. Tapene ble mer enn fordoblet i forhold til året før. I 1. tertial av 1988 ligger tapstallene (regnet som årlig rate) på et noe lavere nivå, men det er fare for at dette blir oppjustert gjennom året, slik at tapene i 1988 blir minst like store som i 1987.

Kilde: Norges Bank

slike effekter gjør seg gjeldende, kan det innebære at private og kommuner nå har lavere vekst i finansielle fordringer enn hva de ville ønske dersom de ikke hadde stått overfor strengere kredittvurderinger enn tidligere. På samme måte som stor etterspørsel og lett tilgang til kreditt bidro til å forsterke konjunkturoppgangen i 1984-86, er det naturlig å regne med at kredittrestriksjonene fra bankenes side kombinert med redusert låneetterspørsel demper etterspørselen etter varer og tjenester i inneværende konjunkturfase.

Tapene på utlån i forretnings- og sparebankene er illustrert i figur 1.2. Regnet i prosent av utlånene økte tapene noe både i

1985 og 1986, men i 1987 var økningen eksplosiv. Vi fikk mer enn en fordobling i forhold til året før. I 1. tertial 1988 viser taptallene foreløpig en viss reduksjon. Men flere av de større bankene har indikert at tapsanslagene for 1988 vil bli betydelig oppjustert. Det er derfor fare for at de faktiske tapene for 1988 kan bli minst like store som i 1987.

Reduksjonen i lønnsomheten i forretnings- og sparebanker i 1987 hadde først og fremst sammenheng med betydelige tap på utlån og på verdipapirhandel. For forretningsbankene ble samtidig inntektene på tradisjonell kredittformidling redusert ved at den såkalte rentenettoen (rente- og kre-

Bankenes tap: Lån til næringslivet dominerte tapstallene i 1987

Norges Bank har bedt alle forretningsbankene og et utvalg på 28 sparebanker fordele tapene på utlån i 1987 og 1. tertial 1988 mellom person- og næringsmarkedet og på ulike næringssektorer. Hoveddelen av tapene var både for forretnings- og sparebanker på lån til næringslivet (88% i forretningsbankene og 85% i sparebankene). Tabell 1.3 viser fordelingen av tapene på de enkelte næringsgrupper. Som et sammenligningsgrunnlag er det også tatt med en tilsvarende fordeling av utlånene. Dersom tapsandelen for en næring er høyere enn utlånsandelen, gir denne næringen større tap enn gjennomsnittet.

For forretningsbankene er det særlig oljevirkosomhet og sjøfart samt skjermet industri som gir høye tap i forhold til størrelsen på lånene. Sparebankenes tap er relativt høye innen varehandel, hotell og restaurant. Tjenesteyting skiller seg derimot ut med lavere tap enn gjennomsnittet. Sparebankene har dessuten ganske lave tap på jordbruk, fiske og fangst.

Tabell 1.3. Bankenes tap og utlån fordelt på næringer

	Forretningsbanker		Sparebanker	
	Taps- pro- sent ¹⁾ i 1987	Utlåns- pro- sent ²⁾ i 1986	Taps- pro- sent ¹⁾ i 1987	Utlåns- pro- sent ²⁾ i 1986
Jordbruk, fiske og fangst	7	6	15	23
Skjermet industri	11	5	6	4
Konkurransesatt industri og bergverk	16	15	13	8
Bygg og anlegg, kraft og vannforsyning	5	9	8	10
Engros- og detaljhandel, hotell og restaurant	23	27	34	25
Tjenesteyting	25	36	24	29
Oljevirkosomhet og sjøfart	13	2	0	1
Sum	100	100	100	100

1) Tap i prosent av totale tap i næringsmarkedet.

2) Utlån i prosent av totale utlån i næringsmarkedet.

1986 er siste år slike tall foreligger.

Kilde: Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå

dittprovisjonsinntekter minus renteutgifter) gikk ned. Ifølge resultatregnskapene for 1. tertial 1988 var også første del av inneværende år vanskelig for bankene. Tapene er fortsatt høye, og for forretningsbankene har det i tillegg vært en kraftig nedgang i andre driftsinntekter som følge av lavere kursgevinster på verdipapirer og valuta. På grunn av de svært svake driftsresultatene i 1987 har flere banker igangsatt tiltak for å bedre lønnsomheten. Både antall ansatte og tallet på ekspedisjonssteder reduseres, og praksis angående risikotaking synes som nevnt endret. Disse tiltakene vil imidlertid neppe få særlig betydning for driftsresultatet før i 3. tertial i år og inn i 1989.

En nøyere drøfting av utviklingen i lønnsomhet og markedsandeler for norske private finansinstitusjoner i 1987 og tidligere på 1980-tallet er gitt i en egen artikkel i dette nummer av Penger og Kredit. Utviklingen i 1987 og inn i 1988 er angitt i detalj i kapittel 3.

Behovet for risikokapital

Bortfallet av inntekter i form av kursgevinster på valuta og verdipapirer for forretnings- og sparebankene gir økte krav til inntjening på den tradisjonelle kredittformidlingsvirksomheten. Sammen med bankenes og andre finansinstitusjoners store tap på utlån og behovet for å øke egenkapitalen i disse institusjonene, vil dette som nevnt gi en skjerpet kredittvurdering. Kravene til egenkapital hos låntakerne vil dermed øke. Dette er i og for seg en gunstig utvikling. Bedriftenes egenkapital bør være så stor at de kan «stå distansen» gjennom konjunkturfasene. Det er ingen tvil om at finansinstitusjonenes kredittvurdering i 1985-87 var for svak. Men samtidig er det ikke ønskelig at bankene går til det andre ytterpunktet og blir for restriktive i sin utlånspolitikk. Bankene må fortsette å finansiere investeringer i næringslivet, men risikoen på lånene må prises riktig.

Egenkapitalen har trolig vært alt for liten ved mange investeringsprosjekter. En hovedutfordring i tiden fremover blir å videreutvikle markedet for egenkapital. Vi trenger investeringer, og disse må finansieres. Særlig må forholdene legges til rette slik at nyetableringer i konkurranseutsatt sektor kan bli tilført nødvendig risikokapital. Dessuten har både finansinstitusjoner og andre foretak et stort behov for økt egenkapital i tiden fremover. Aksjemarkedet kan og bør spille en viktig rolle i tilveiebringelsen av ny egenkapital. Men dette krever stabile rammevilkår for aksjemarkedet og at investorene gis en rimelig avkastning hensyn tatt til den risiko plassering i aksjer medfører.

En nærmere analyse av avkastningsforholdene på aksjemarkedet i Norge de siste 25 årene er gitt i kapittel 2 i denne oversikten.

Balansen i valutamarkedet setter klare rammer for gjennomføringen av penge- og kredittpolitikken

En samlet vurdering av de sentrale målsettingene for penge- og kredittpolitikken og av de faktorer som påvirker renteutviklingen ble gitt i forrige kvartaloversikt. Det ble blant annet påpekt at forholdene på tilbudssiden i kredittmarkedet kunne komme til å legge sterke begrensninger på utlånsveksten. Slike forhold, sammen med redusert låneetterspørsel, har bidratt til at kreditttilførselen ligger innenfor den målsone som er angitt for 1988. Det forholdet som sterkest avviker fra de forutsetninger som ble lagt til grunn tidligere i år, er imidlertid utviklingen i det internasjonale rentenivået. Dette kan slå ut i balansen i det norske valutamarkedet.

Netto kapitalinngang fra utlandet til private og kommuner 1. halvår 1988 er anslått til om lag 3 milliarder kroner. I samme periode i fjor hadde disse sektorene en netto kapitalutgang på 9 milliarder kroner. Tall

fra utenriksregnskapet for de 5 første månedene i år viser at det er oljesektoren som står for kapitalinngangen. Oljesektoren tar i stor grad opp lån i utlandet for å finansiere sin virksomhet. Sterk nettogjeldsvekst for oljevirkosomheten vil derfor slå ut i økt kapitalinngang til denne sektoren. Fra private og kommuner utenom oljevirkosomhet var det i likhet med i fjor netto kapitalutgang i 1. halvår.

I første del av 1987 var det for en stor del netto kapitalinngang til bankene via valutaterminmarkedet som finansierte underskuddet på driftsbalansen og kapitalutgangen fra andre sektorer. Fra utgangen av 1986 til og med juni 1987 økte utlendingers nettokjøp av norske kroner på termin fra bankene med nærmere 12 milliarder kroner. I år har denne sterke veksten avtatt, men nivået på valutabankenes netto utestående valutaterminforretninger med utlandet er høyt, over 30 milliarder kroner ved utgangen av juli. Dette representerer et stort potensiale for kapitalutgang ved uro på valutamarkedet. Ut fra hensynet til stabilitet i valutamarkedet hadde det vært ønskelig om en større del av kapitalinngangen var av langsiktig karakter.

I mai og juni ble Norges Banks D-lånsrente satt ned med til sammen ett prosentpoeng, fra 13,8 til 12,8%. De siste månedene har det vært en økning i det internasjonale rentenivået, og differansen mellom norske renter og utenlandske renter har blitt redusert. Rentedifferansen, målt ved forskjellen mellom 3 måneders eurokronerente og tilsvarende renter for kurvvalutaene, er imidlertid fortsatt høy — om lag 5 prosentpoeng.

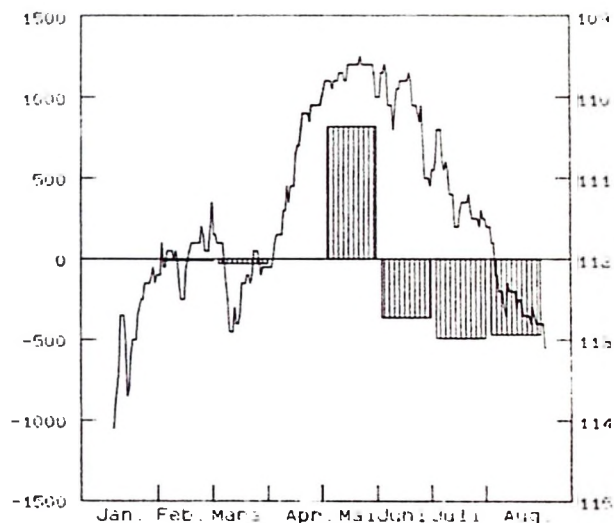
Fra midten av juni har det vært flere perioder med uro i det norske valutamarkedet. Dette har svekket kursen på norske kroner. Løpende indikatorer viser at innenlandsk etterspørsel muligens faller noe mer enn ventet, og prisstigningen er på vei nedover. Dette burde føre til at markedet vurderte sannsynligheten for kursnedgang for

norske kroner som mindre enn tidligere, og isolert sett bidra til en styrking av norske kroner. Oppgangen i det internasjonale rentenivået kan på den annen side ha ført til at utenlandske investorer har omplassert fra norske kroner til andre valutaer. Andre faktorer, som usikkerhet om oljeprisene og forventninger i markedet om svekkelse av kronen fremover, har nok også spilt inn.

Sterkere fall i innenlandsk etterspørsel i 1988 skulle isolert sett tilsi lavere kredittetterspørsel. På den annen side indikerer ut-

Figur 1.3. Norges Banks kursintervensjoner og kursindeks

— Søylen angir intervensjonene i mill. USD
— Kurven angir indeksen



1) Netto spot- og terminintervensjoner. Positive tall angir netto kjøp av valuta.

2) Synkende kurve angir svakere krone.

Etter at kronen gradvis styrket sin posisjon gjennom første halvår, har den svekket seg siden juni. Mens Norges Bank intervenerte for å stoppe kursoppgangen i mai, har banken fra juni til første del av september tilført valuta for om lag 10 milliarder kroner (1,5 milliarder USD) for å bremse kursutslagene nedover. I august og begynnelsen av september har kronekursen holdt seg nær midten av det fastsatte svingningsintervallet.

Kilde: Norges Bank

viklingen i kredittindikatoren de siste månedene ikke noen ytterligere avdemping i kreditt ekspansjonen. Innenlandske forhold tilsier således ingen endring i utformingen av kredittpolitikken på kort sikt. I den aktuelle situasjonen er det i første rekke utviklingen i valutamarkedet og utsiktene for det internasjonale rentenivået som setter en stopper for videre nedgang i det kortsiktige norske rentenivået. Også det finanspolitiske opplegget for 1989, som blir presentert i Nasjonalbudsjettet i oktober, og markedets oppfatning av dette, vil imidlertid få betydning for hvilken rentedifferanse som blir nødvendig for å opprettholde kronekursen. En eventuell nedgang i den nominelle kortsiktige renten vil være avhengig av at inflasjonsforventningene reduseres. For langsiktige renter vil utviklingen både være avhengig av prisforventningene og etterspørselen rettet mot obligasjonsmarkedet.

Norsk økonomi: Faller brikkene på plass?

Den økonomiske strategien for å redusere ubalansene i norsk økonomi er skissert i St.meld. nr. 4 (87-88) «Perspektiver og reformer i den økonomiske politikken», i Nasjonalbudsjettet og i Revidert nasjonalbudsjett. Hovedbudskapet er at det kreves en betydelig tilpasning, og at denne tilpasningen må finne sted over flere år.

En begynnende oppgang i husholdningenes sparing og en stram finanspolitikk har

etter hvert ført til lavere innenlandsk etterspørsel. Virkningene på arbeidsmarkedet ble imidlertid lenge tildekket av arbeidstidsforkortelsen. Med de store ubalansene som bygde seg opp i årene fram til 1987, vil en sterk justering i etterspørsel og gjeldsoppbygging ikke være til å unngå. I forrige kvartalsoversikt beskrev Norges Bank hvordan banken la til grunn at tilpasningen ville finne sted i 1988 og 1989. I forhold til dette bildet ser det nå ut til at noe mer av tilpasningen muligens vil komme i år. Dette gjelder både fallet i innenlandsk etterspørsel og bedringen av utenriksøkonomien utenom olje og sjøfart.

Dersom mer av tilpasningen kommer i 1988, kan det bety at det blir «mindre tilpasning» i 1989 og de senere år. På den annen side kan det også tenkes at en sterkere tilpasning i innenlandsk etterspørsel i år medfører svakere utvikling også neste år. Lavere igangsettingstall for boliger og andre bygg trekker i denne retningen.

Det er likevel viktig at det er de langsiktige målene som får prege opplegget av den økonomiske politikken. En fortsatt stram finanspolitisk linje må videreføres for å opprettholde tilliten til en troverdig og langsiktig omstillingspolitikk. Omstillingene vil da kunne skje raskere. Dessuten vil dette bidra til en fortsatt lav pris- og lønnsvekst etter opphevelsen av inntektsreguleringsloven våren 1989. Et lavt nivå på pris- og lønnsveksten er hovedforutsetningen for et varig lavere rentenivå.

Utviklingen i internasjonal økonomi

Sterkere vekst og økt rentenivå i internasjonal økonomi

Rett etter aksjekursfallet i fjor høst rådde det pessimisme. Kursfallet var ventet å ville føre til økt usikkerhet i næringslivet og til reduserte investeringer. En fryktet også for lavere privat konsum fordi husholdningenes formue var redusert. OECD og andre nedjusterte derfor sine vekstprognoser. Da OECD la fram nye prognoser rett før sommerferien, var de tilbake til utgangspunktet fra før aksjekursfallet. Både investeringsetterspørselen og konsumetterspørselen hadde holdt seg godt oppe. Utviklingen gjennom sommermånedene har befestet dette inntrykket. Den uvanlig lange oppgangen i internasjonal økonomi, som nå er inne i sitt sjette år, ser dermed ut til å fortsette. Det nye ved utviklingen gjennom sommermånedene er økningen i det internasjonale rentenivået og dollarens styrke i forhold til de øvrige valutaene.

De fundamentale ubalansene

For å forstå utviklingen de siste månedene kan det være nødvendig å starte med det økonomene gjerne omtaler som «de fundamentale ubalansene»: USA har de senere årene hatt store underskudd både i de føderale budsjetter og på driftsbalansen overfor utlandet. Alle prognoser tilsier at underskuddet på driftsbalansen vil vare ved i flere år ennå. Motstykket til USAs underskudd er overskuddene i Japan, Vest-Tyskland og enkelte av de nyindustrialiserte landene i

Sydøst-Asia. Underskuddet i USA må finansieres ved kapitalinngang fra andre land. Det betyr at dollarandelen i andre lands porteføljer må øke. Dette vil normalt kreve en rentedifferanse i favør av amerikanske dollar.

For å komme i en mer balansert situasjon må veksten i innenlandsk etterspørsel i USA øke mindre enn i de andre landene, noe som blant annet oppnås gjennom en reduksjon av det føderale budsjettunderskuddet. Samtidig må USAs konkurransevne styrkes. Det siste skjedde i og med at dollaren falt med nesten 40 prosent (handelsveid) fra toppnoteringen i begynnelsen av 1985 og fram til siste årsskifte. Mange mente at dollaren skulle ytterligere ned før den fant et likevektspunkt; andre mente at dens daværende verdi var rimelig. De færreste trodde på eller anbefalte en fornyet dollaroppgang. Det ville være et skritt i gal retning og ville ikke bidra til å løse «de fundamentale ubalansene».

USAs økonomiske utvikling balanserer på en knivsegg

Finansiering av driftsbalanseunderskuddet i USA uten svekkelse av dollarkursen tilsier et høyt rentenivå. Men blir det for høyt, kan det utløse et økonomisk tilbakeslag. Rett etter aksjekursfallet i fjor høst var det frykten for tilbakeslag som var dominerende. Kombinasjonen av lettere pengepolitikk

og markedets egne reaksjoner førte til et fall i rentenivået i USA. Det lange rentenivået falt fra over 10% rett før aksjekursfallet til vel 8% på våren i år.

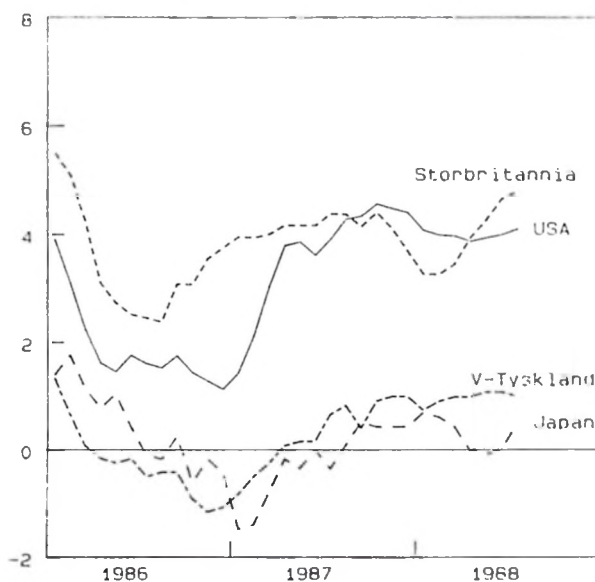
Etter hvert som det kom løpende statistikk for produksjon og etterspørsel utover våren og sommeren, skiftet stemningen i USA fra en frykt for økonomisk tilbakeslag til uro for inflasjonen. BNP økte med 3,3% sesongjustert årlig rate i 2. kvartal, om lag det samme som i 1. kvartal. Samtidig viser nye og reviderte tall at veksten de foregående årene var enda sterkere enn tidligere antatt. Arbeidsløsheten har fortsatt å falle, og kapasitetsutnyttningen i næringslivet øker stadig. Veksten i de internasjonale råvareprisene og tørken i USA, som vil bidra til høyere jordbrukspriser, har også fyrt opp under inflasjonsfrykten. Utslagene på konsumprisene har så langt vært relativt små. Produsentprisene har imidlertid økt de siste månedene, og BNP-deflatoren økte f.eks. med 5,1% målt som årlig rate i 2. kvartal mot bare 1,7% i 1. kvartal. Lønnsveksten, som lenge har vært forbausende lav, er også tiltakende. Myndighetene har reagert med å stramme til pengepolitikken. Federal Reserve hevet diskonten fra 6 til 6,5% i august. Øvrige sertifikats- og obligasjonsrenter har vist stigende tendens helt siden mars. Økningen har vært sterkest for kortsiktige rentesatser. Renten på 3 måneders statspapirer var f.eks. i slutten av august oppe i 7,6% mot 5,7% i begynnelsen av mars.

I begynnelsen av september ble det offentliggjort tall som viste en økning i arbeidsløsheten sesongjustert, fra 5,4% i juli til 5,6% i august, samtidig som sysselsetningsveksten var klart lavere enn de foregående månedene. Dette synes å ha dempet frykten for overoppheting av økonomien, og rentenivået, særlig det langsiktige, falt og dollarkursen svekket seg noe igjen.

Renteøkningen i USA har spredd seg

Rentenivået i USA i år har primært blitt bestemt ut fra interne hensyn. Det høyere rentenivået i USA har det siste året ført til større kapitalinngang enn det som har vært nødvendig for å finansiere underskuddet på driftsbalansen. Dollarkursen har dermed blitt presset oppover. Høyere dollarkurs bidrar imidlertid ikke til å løse «de fundamentale ubalansene». For å hindre for stor dollaroppgang har derfor rentenivået økt også i de andre hovedlandene. Økningen har vært sterkest for kortsiktige renter.

Figur 1.4. Konsumprisvekst siste 12 måneder



Den relativt sterke økonomiske veksten, fall i arbeidsløsheten, økt kapasitetsutnyttelse i næringslivet, rikelig likviditetstilførsel i enkelte land, forventning om høyere matvarepriser etter tørken i USA og økningen i enkelte råvarepriser har skapt frykt for at inflasjonen internasjonalt igjen vil ta seg opp. Det er imidlertid foreløpig få tegn til noen særlig økning i konsumprisveksten. I USA har imidlertid både produsentpriser og i noen grad også lønninger vist en noe sterkere vekst den siste tiden. I Storbritannia har også den fra før relativt sterke lønnsveksten tiltatt ytterligere. Den lave og til dels fallende oljeprisen så langt i år har bidratt til å redusere prisstigningen.

Kilde: OECD

Renteøkningen utenom USA har imidlertid ikke bare hatt som siktemål å bremse dollaroppgangen. Generelt har nok inflasjonsfrykten blitt forsterket. Renteutviklingen i Storbritania har primært sitt opphav i interne forhold. En har ønsket å dempe en vedvarende sterk vekst i innenlandsk etterspørsel, som har ført til en betydelig svekkelse av driftsbalansen og til sterkere prisstigning. Tilstrammingen av pengepolitikken har vært markert. Det kortsiktige rentenivået har økt fra om lag 7% i april til nærmere 12% mot slutten av august.

Også i Japan kan interne hensyn ha spilt en rolle for den renteøkningen som har funnet sted. Den innenlandsk-ledede oppgangen fortsetter, og BNP økte i 1. kvartal i år med hele 11,3% sesongjustert årlig rate. Det er imidlertid så langt ingen klare tegn til at dette har økt prisstigningstakten, som holder seg under 1%. Renteøkningen i Japan har vært klart mindre enn i de andre hovedlandene, og den kursstigningen på dollar som fant sted i august, var sterkere overfor yen enn overfor DEM.

I Vest-Tyskland har både valutakurshensynet og en viss inflasjonsfrykt forårsaket renteoppgangen. Forventninger om ytterligere kursoppgang for DEM synes å ha blitt redusert gjennom vårmånedene, og det klart lavere rentenivået i Vest-Tyskland enn i andre land førte dermed til en betydelig kapitalutgang. Sentralbanken har intervertet for store beløp for å hindre kursfall på DEM. Også i Vest-Tyskland er imidlertid den økonomiske veksten sterkere enn forventet. Ifølge foreløpige tall økte BNP med 3¼% fra 2. kvartal 1987 til 2. kvartal 1988. Veksten i pengemengden (M3) fortsatte å overstige målsonen på 3-6% vekst gjennom 1988, selv om veksttakten avtok noe i juli. Med den store vekt som tillegges utviklingen i pengemengden i Vest-Tyskland, har nok dette hatt en viss betydning for den renteøkning som har funnet sted. Renteøkningen har vært sterkest for de kortsiktige rentesatsene. Rentekurven (forholdet mel-

lom kortsiktige og langsiktige rentesatser) var i utgangspunktet sterkt stigende i Vest-Tyskland, og den har nå fått en mer «normal» helning. Veksten i konsumprisene holder seg fortsatt under 1 prosent.

Fortsatt frykt for et økonomisk tilbakeslag

Til tross for at løpende statistikk viser at veksten i alle hovedlandene hittil i år har ligget i overkant av hva en ventet, er de fundamentale ubalansene der like fullt. USAs behov for kapitalimport er lite endret, og det er usikkert hva de framtidige valutakurser og rentesatser må være for at utlandet skal fortsette å bygge opp dollarfordringer i samme takt som nå. Brå skift i forventningene kan gi store utslag i valutamarkedene og i de finansielle markedene. Faren for et økonomisk tilbakeslag med bakgrunn i disse forholdene er derfor fortsatt til stede, men tidspunktet er muligens skjøvet noe ut i tid. En skal imidlertid ikke se helt bort fra at omslaget kan komme plutselig. Det økende rentenivået nå på sensommeren kan minne noe om utviklingen før aksjebørskrakket i fjor høst. Det langsiktige rentenivået i USA har økt fra vel 8% til nesten 9,5%, men er fortsatt et prosentpoeng lavere enn før krakket i fjor høst. Men aksjemarkedene er nervøse. På den annen side skal en ikke legge skjul på at industrilandene de siste årene har vist større tilpasningsdyktighet til finansielle forstyrrelser enn hva de fleste hadde forventet. Verken den sterke nedgangen i dollarkursen eller det kraftige aksjekursfallet har kunnet forhindre en av etterkrigstidens lengste konjunkturoppganger i å fortsette. Veksten er nå også mer balansert, med noe lavere vekst i innenlandsk etterspørsel i USA enn i de andre hovedlandene.

I forrige kvartalsoversikt ble det pekt på at ettervirkningene av oljeprisfallet i 1986 og den sterke internasjonale oppgangen i aksjekursene fram til sist høst kunne være viktige faktorer bak den sterke veksten in-

ternasjonalt gjennom 1987. Disse faktorene kan også bidra til å forklare at den økonomiske oppgangen har fortsatt til tross for aksjekursfallet. Andre forhold som har bidratt til denne lange konjunkturoppgangen, er trolig også ettervirkningene av nedgangen i realrenten og rikelig likviditetstilførsel gjennom 1985 og 1986.

Et viktig bidrag til den gunstige utviklingen synes dessuten å være økt optimisme med hensyn til den framtidige økonomiske utvikling både hos konsumenter og bedrifter. Indikasjoner på dette er nedgangen i husholdningenes sparerate i mange land og den sterke veksten i investeringene som nå finner sted. Det er nærliggende å tro at denne optimismen har sin bakgrunn i økt tiltro til en økonomisk politikk som i de fleste land har hatt som siktemål å redusere offentlige utgifter og budsjettunderskudd, bevare den lave prisstigningen og redusere de eksterne ubalanser. Mens stram penge- og finanspolitikk på kort sikt bidrar til å dempe etterspørsel og produksjon, er de langsiktige effekter mer positive, og det kan være dette som nå forklarer den sterke utviklingen i privat sektor i mange land. Det vedvarende store underskuddet på de føderale budsjetter i USA passer ikke helt inn i dette generelle bildet. På den annen side har Federal Reserve gjennom den siste diskontøkningen vist vilje til å bruke renten for å sikre fortsatt lav prisstigning.

Renteøkningen svekker U-landenes økonomi

Den renteøkningen som nå har funnet sted, forsterker problemene generelt for de gjeldstyngede U-landene. Situasjonen og

Tabell 1.4. BNP og konsumpriser for utvalgte land. Prosentvis endring fra foregående år

	BNP-vekst			Konsumpriser		
	1987	1988	1989	1987	1988	1989
USA	3,4	4	2½	3,7	4¼	4½
Japan	4,2	5¾	4	-0,2	1¾	2
Vest-Tyskland	1,7	2½	2	0,2	1	1½
Storbritannia	4,6	4	2½	4,2	4¼	4¼
Sverige	2,3	2½	1¾	4,2	5¾	5
Danmark	-0,9	0	1½	4,0	4¾	4
Norges handelspartnere	2,4	3	2¼	2,7	3¼	3¼
OECD totalt	3,1	3¾	2¾	3,2	3¼	3½

Kilde: OECD, IMF og egne anslag.

utsiktene for disse landene er imidlertid svært blandet. Den sterke veksten i etterspørsel og produksjon i de industrialiserte landene har bidratt til å øke produksjon og inntekt i mange land. Det samme har den prisoppgang på mange råvarer som har funnet sted det siste året. Økningen gjelder imidlertid ikke alle råvarer. Enkelte land som produserer matvarer, har således fått et bytteforholdstap den siste tiden. Et bekymringsfullt trekk er at de fra før fattigste landene har fått svekket sin situasjon ytterligere. Dette gjelder særlig de fattigste landene i Afrika. Den lave oljeprisen fører også til problemer for mange av OPECs medlemmer. Et nytt trekk i bildet er at inflasjonen i enkelte høyinflasjonsland i Sør-Amerika igjen er på vei opp. Årsaken synes å være en reversering av den finanspolitiske tilstrammingen som fant sted på midten av 80-tallet.

Avkastning på aksjemarkedet

Avkastningen på aksjer bør ligge noe høyere enn på plasseringsalternativer som gir en mer sikker avkastning. Ser en de siste drøyt 20 år under ett, har norske aksjer gitt en noe høyere avkastning enn innlån i finansieringsselskaper eller investering i statspapirer. Størrelsen på meravkastningen har imidlertid variert sterkt over tid. I forhold til risikoen forbundet med å eie aksjer, synes meravkastningen å ha vært moderat. Denne konklusjonen er avhengig av hvilke antagelser en gjør om aksjeinvestorenes skattebelastning. De hyppige endringene i skattereglene for aksjemarkedet innebærer i seg selv et usikkerhetsmoment, som øker risikoen i markedet.

Aksjeemisjoner finansierer en liten del av bedriftenes investeringer, men risikokapitalen er viktig for bedriftenes konkurranseevne og samfunnets ressursbruk

Egenkapitalandelen i norske foretak er lav i forhold til mange utenlandske konkurrenter. Mye tyder på at norske bedrifter i årene framover vil stå overfor et hardere konkurranseklima både på hjemme- og utemarkedene. Det er også behov for store omstillinger i næringslivet, med blant annet økt virksomhet i konkurranseutsatt sektor. Noen foretak må øke egenkapitalen som følge av strengere lovbestemte krav, dette gjelder særlig finansinstitusjonene. Samlet antyder dette at næringslivets og finansinstitusjonenes behov for tilførsel av risikovillig kapital kan bli betydelig.

Tradisjonelt har investeringene vært forholdsvis høye i Norge. De har imidlertid gitt liten samfunnsøkonomisk avkastning, jf. sentralbanksjef Skånlands årstale i 1987 og utdypende artikkel av Sigbjørn Atle Berg i Penger og Kreditt 1987/2. En av årsakene kan være at hele to tredeler av investeringsbeslutningene tas under hva en noe forenklet kan kalle «spesielle rammebetingelser».

Aksjemarkedet er ett av flere markeder for kapital som er underlagt mer generelle rammebetingelser. Mye tyder på at avkastningen på norske investeringer ville bli høyere om de ble foretatt i bedrifter som må tilfredsstille den markedstest som blant annet aksjemarkedet representerer. Aksjemarkedets rolle er derfor ikke begrenset til å skaffe bedriftene den egenkapital de trenger. Det kan i tillegg bidra til å bedre den samlede ressursbruk i samfunnet.

Foretakene kan finansiere sine bruttoinvesteringer ved å opparbeide overskudd, ta opp lån eller hente inn ny egenkapital. For de aller fleste foretak vil ny egenkapital bli bragt til veie ved utstedelse av nye aksjer. Tradisjonelt har innhenting av slik ny egenkapital spilt en forholdsvis beskjeden rolle som direkte finansieringskilde for foretakene. I perioden 1976-86 ble bare om lag 5% av bruttoinvesteringene i privat næringsvirksomhet motsvart av utstedelse av aksjer, se tabell 2.1. Andelen har steget noe i årtiårene, sammenlignet med nivået i siste halvdel av syttiårene.

Om en økt tilførsel av ny egenkapital skal komme i gang, vil i stor grad være avhengig av hvilken avkastning kjøperne av

Tabell 2.1. Bruttoinvesteringer i privat næringsvirksomhet og emisjoner av aksjer. Løpende mill. kroner

År	Bruttoinvesteringer (A)	Aksejemisjoner I alt ¹⁾ (B)	Via Oslo Børs ²⁾	B i prosent av A
1976	45 099	1 372	384	3,0
1977	49 905	1 625	329	3,3
1978	44 412	1 713	144	3,9
1979	43 215	1 685	776	3,9
1980	44 534	2 746	278	6,2
1981	60 429	2 014	609	3,3
1982	62 850	2 385	1 171	3,8
1983	64 388	3 143	2 798	4,9
1984	80 958	4 964	3 017	6,1
1985	68 896	8 110	3 488	11,8
1986	92 878	9 090	3 198	9,8

1) Regnet til pålydende verdi. Ekskl. fondsemisjoner.

2) Regnet til markedsverdi (faktisk innbetalt).

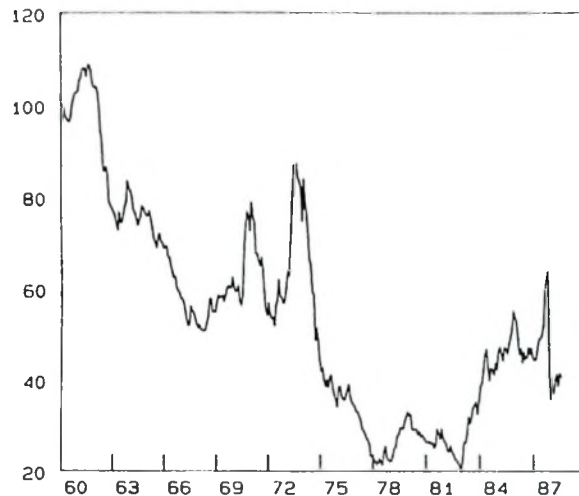
Kilde: Oslo Børs, Statistisk Sentralbyrå, Norges Bank

aksjer kan forvente å få. I den sammenheng kan det være interessant å se nærmere på hvilken avkastning aksjeinvesteringer har gitt tidligere.

Sett over et lengre tidsrom, har ikke kursstigningen på norske aksjer vært særlig høy, verken i forhold til prisstigningen eller til utenlandske aksjer

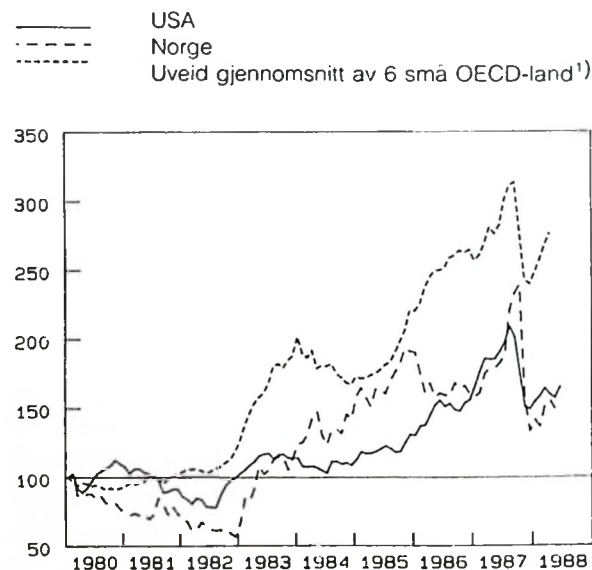
Kursene på norske aksjer steg kraftig fra begynnelsen av 1983 til september 1987, da de nådde et toppnivå. Justert for prisstigningen ble kursene tredoblet i dette tidsrommet, se figur 2.1. Likevel var realkursene i september 1987 lavere enn i store deler av perioden fra 1960 til 1975. Fra en slik historisk synsvinkel kan en neppe hevde at norske aksjer var blitt spesielt dyre i løpet av 1987. Av figuren går det også fram at det prosentvise fallet i realkursene etter oktober 1987 var klart mindre enn de en opplevde i begynnelsen av 1960- og 1970-årene. Den siste nedgangen var imidlertid mer konsentrert i tid og representerte et større verdifall,

Figur 2.1. Realkursutviklingen på norske aksjer, 1960-1988. Månedsgjennomsnitt av Oslo Børs' totalindeks deflatert med konsumprisindeksen. Jan. 1960=100



Kilde: Oslo Børs og Norges Bank

Figur 2.2. Realkursutvikling på industriaksjer, 1980-1988. Lokal valuta, månedsgjennomsnitt. Jan. 1980=100



1) Danmark, Finland, Sverige, Belgia, Nederland og Østerrike

Kilde: OECD og Norges Bank

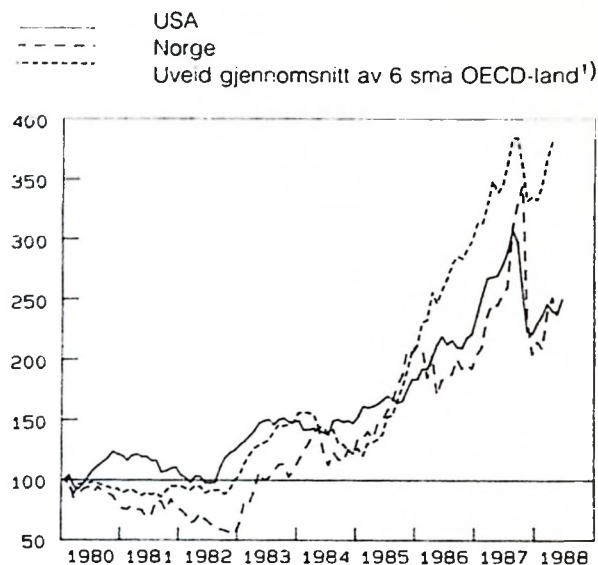
siden aksjemarkedet nå har et betydelig større omfang.

I praksis vil mange investorer ikke ha tilgang til internasjonale kapitalmarkeder, men kan kun investere i hjemlandet. Hvis det er situasjonen, kan en sammenligne kursutviklingen i de forskjellige land målt i nasjonal valuta, men justert for det enkelte lands prisstigning. En slik sammenligning mellom Oslo Børs og enkelte andre «små» børser viser at det er en viss grad av samvariasjon mellom kursutviklingen i de enkelte land, se figur 2.2. Sammenlignet med andre små, åpne økonomier økte ikke realkursene spesielt mye i Norge i åttiårene, selv om de en periode steg mer enn i USA. I USA var imidlertid kursforløpet jevnere enn i de andre landene, inkludert Norge. Fra de siste årene merker en seg at kursene i Norge i 1986 steg lite sammenlignet med utlandet, mens de i 1987 steg desto kraftigere. Selv om det var oppgang også på utenlandske børser, framstår kursstigningen i Norge på sensommeren 1987 som meget sterk. Kursfallet ble til gjengjeld klart større her hjemme.

Hvis investorene har mulighet til å velge mellom aksjeplasseringer i flere land, kan det være av interesse å måle de forskjellige lands kursutvikling i en og samme valuta, se figur 2.3. Det framgår av figuren at målt på denne måten har det vært større samsvar mellom kursutviklingen i de ulike land enn når en måler i nasjonal valuta. Den valuta-kursjusterte kursstigningen i Norge har i mesteparten av perioden figuren dekker, vært noe mindre enn i andre små OECD-land. Når en ser perioden under ett, ville en fått omtrent samme kursgevinst ved å investere i amerikanske og norske industriaksjer, men det ville vært klart mer lønnsomt å investere i aksjer fra de andre små OECD-landene.

Figur 2.4 viser forholdet mellom Oslo Børs kursindeks for industri og sektorens driftsresultat, slik dette angis i nasjonalregnskapet. Tolkningen av en slik figur er

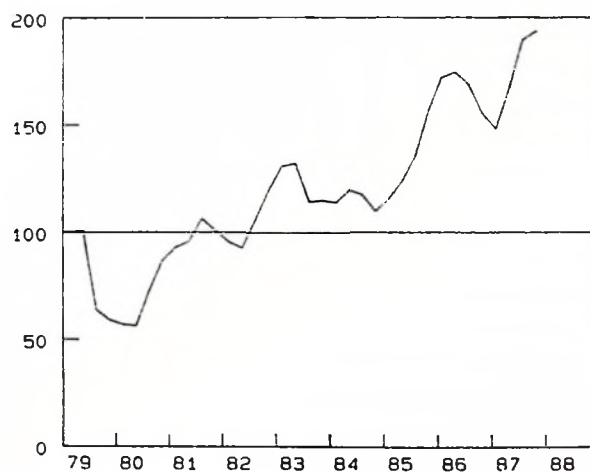
Figur 2.3. Nominell kursutvikling på industriaksjer, 1980-1988. Amerikanske dollar, månedsgjennomsnitt. Jan. 1980=100



1) Danmark, Finland, Sverige, Belgia, Nederland og Østerrike

Kilde: OECD og Norges Bank

Figur 2.4. Kursutviklingen på industriaksjer dividert med driftsresultatet i industrisektoren, 1979-1988. Kvartalstall (glidende gjennomsnitt). 1. kv. 1979=100



Kilde: Oslo Børs og Statistisk Sentralbyrå

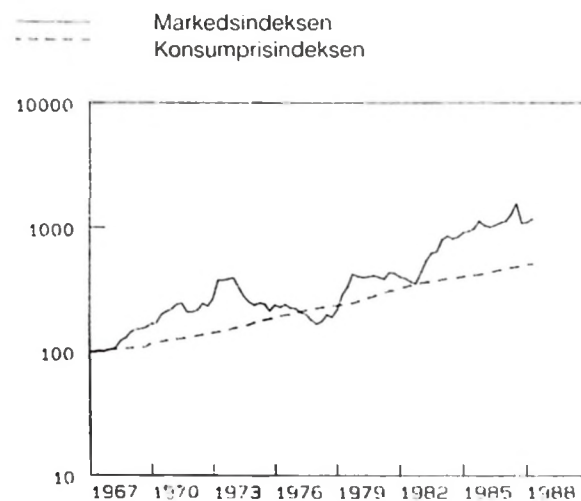
ikke opplagt, men det er rimelig å anta at det er en samvariasjon mellom driftsresultatet i industrisektoren og den pris aksjemarkedet setter på industribedrifter. Figuren viser at etter 1983 steg kursene på industriaksjer klart mer enn driftsresultatene. Det kan delvis skyldes økt utenlandsk aktivitet i det norske aksjemarkedet, blant annet som følge av endrede valutabestemmelser og økte utenlandskvoter i mange aksjeselskap.

En mulig samlet tolkning av figurene nevnt foran, kan være at kursutviklingen ut fra en historisk synsvinkel ikke har vært spesielt gunstig på norske aksjer, verken i forhold til prisstigningen eller utviklingen på utenlandske børser. I forhold til driftsresultatene i industrien ble likevel industriaksjer dyrere utover i åttiårene. Historisk sett var ikke kursene på norske aksjer påfallende høye mot slutten av 1987, og deler av oppgangen fra 1983 av kan ha kompensert for svak kursutvikling på 1960- og 1970-tallet. I en internasjonal sammenligning framstår både kursoppgangen høsten 1987 og det senere fallet som spesielt kraftige i Norge.

Før en tar hensyn til skatt og transaksjonskostnader har investering i aksjer gitt en viss realavkastning...

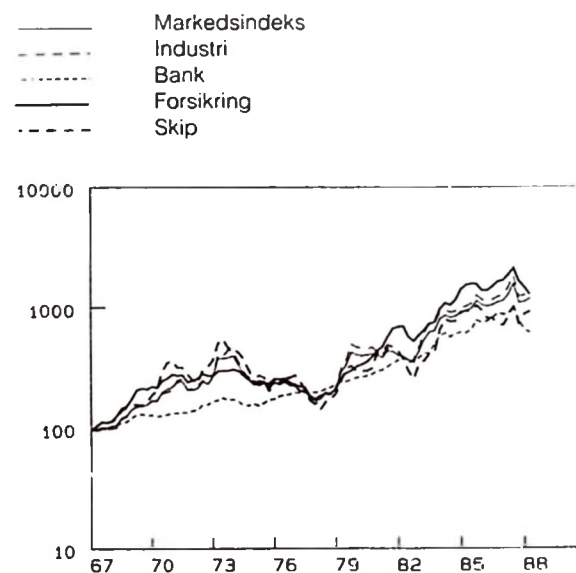
Selv om kursutviklingen er en viktig del av totalavkastningen av en aksjeinvestering, vil også utbyttebetalinger ha vesentlig betydning. En måte å beregne avkastningen på aksjemarkedet er å ta utgangspunkt i en aksjeinvestering hvor utbyttet på porteføljen fortløpende reinvesteres. En indeks som gir uttrykk for verdiendringen på en portefølje med samme sammensetning som det samlede aksjemarked, vil vi kalle *markedsindeksen*. Denne omfatter både ren kursgevinst og utbytte, samt kursgevinsten på reinvestert utbytte (se egen ramme for nærmere redegjørelse for datamaterialet). I praksis er dette en overdiversifisert portefølje, som en

Figur 2.5. Avkastning på aksjemarkedet og prisstigningen, 1967-1988. Kvartalstall. 1. kv. 1967=100. (Logaritmisk skala)



Kilde: Norges Handelshøyskoles børsdatabase og Norges Bank

Figur 2.6. Avkastning på ulike aksjeporteføljer, 1967-1988. Kvartalstall. 1. kv. 1967=100. (Logaritmisk skala)



Kilde: Norges Handelshøyskoles børsdatabase

enkelt investor ikke vil holde. Et vanlig resultat fra undersøkelser på aksjemarkedet er imidlertid at en tilfredstillende diversifisering oppnås allerede med 8-12 selskaper.

I figur 2.5 er avkastningen på aksjemarkedet sammenlignet med veksten i konsumprisindeksen. På denne måten kan en få fram om en investering i aksjer har gitt realavkastning. Det er benyttet logaritmisk skala, slik at prosentvis like endringer i kurvene er sammenlignbare. For tidsperioden sett under ett har en aksjeinvestering gitt en viss realavkastning. Dette resultatet avhenger sterkt av hvilken periode som betraktes. Figuren viser både perioder hvor realavkastningen var sterkt negativ og perioder hvor den var positiv.

Figur 2.6 viser avkastningen av forskjellige delporteføljer av markedsindeksen. Størst avkastning ville en aksjeinvestering i industriaksjer ha gitt, mens investering i bankaksjer var minst lønnsomt. Alle porteføljene ga imidlertid en viss realavkastning i perioden sett under ett.

...men mulighetene for å tape på en aksjeinvestering har også vært betydelige

Tabell 2.2 viser utviklingen i avkastningen i ulike delperioder. Periodene er valgt med utgangspunkt i de sykliske bevegelsene i markedsindeksen. Tabellen viser klart at selv om en langsiktig investor har hatt muligheten for en betydelig avkastning, var risikoen for tap stor. Tabellen viser også at tidsperioden som velges for å beregne avkastningen, er helt avgjørende for resultatene.

Avkastningen av en aksjeinvestering reduseres av skatt på utbytte og på kursgevinst...

For enkelthets skyld vil framstillingen her bli begrenset til å se på personbeskatningen av avkastningen på aksjeinvesteringer, og vi vil ikke trekke inn bedriftsbeskatningen el-

Tabell 2.2. Avkastningen på aksjemarkedet. Markedsindeksen, prosent pr. år¹⁾

	Periode- avkastning	Akkumulert avkastning fra 1. kvartal 1967
1.kv. 1967 – 3.kv. 1971	22,6	22,6
3.kv. 1971 – 4.kv. 1971	-47,9	17,2
4.kv. 1971 – 1.kv. 1974	33,0	22,0
1.kv. 1974 – 4.kv. 1975	-91,5	9,3
4.kv. 1975 – 3.kv. 1976	16,8	9,9
3.kv. 1976 – 1.kv. 1978	-21,2	4,9
1.kv. 1978 – 4.kv. 1979	69,1	12,1
4.kv. 1979 – 4.kv. 1982	-5,7	8,3
4.kv. 1982 – 4.kv. 1985	47,0	13,7
4.kv. 1985 – 2.kv. 1986	-35,0	13,1
2.kv. 1986 – 3.kv. 1987	33,0	16,3
3.kv. 1987 – 2.kv. 1988	-67,5	12,3

¹⁾ Det er benyttet geometrisk gjennomsnitt.

Kilde: Norges Handelshøyskoles børsdatabase.

ler aksjesparing med skattefradrag. Den kommunale formuesbeskatning vil kunne redusere avkastningen av en aksjeinvestering med 1 prosentpoeng pr. år. I tillegg kommer formuesskatt til staten. Det kan også nevnes at til forskjell fra f.eks. boliger er ligningsverdien på aksjer lik markedsverdien ved utgangen av skatteåret. Vi skal likevel se bort fra formuesbeskatningen i det følgende.

La oss betrakte perioden under ett og se på to aksjeinvestorer, en som bare beskattes for utbytte og en som alltid beskattes for både utbytte og kursgevinst. (Se egen ramme for nærmere beskrivelse av regler for beskatning av avkastning av aksjeinvesteringer). Kursgevinsten er i dette tilfellet forutsatt beskattet hvert år, dvs. «som om» investor selger aksjene hvert år, for så med en gang å kjøpe dem tilbake. Av datamessige grunner betraktes her perioden 4. kvartal 1967 – 4. kvartal 1987. Dette skyldes at børsdatabasen som benyttes, ikke eksplisitt kan gi data for utbytte. Det har derfor vært nødvendig å gjøre anslag på denne komponenten.

Datagrnnlaget for artikkelen

Tallmaterialet som her er brukt, er i stor grad hentet fra databasen «Amadeus», som inneholder data for aksjeselskaper notert ved Oslo Børs fra og med 1967. Amadeus er utviklet ved Norges Handelshøyskole, som også sørger for en løpende oppdatering.

Tidsserier for avkastningen på aksjer utgjør den sentrale del av basen. Utgangspunkt for seriene er de daglige børskurslistene. Fra og med 1967 til og med 1984 har en basert seg på kursnoteringene hver fredag, deretter er de daglige. I perioden 1970 til 1981 er en rekke selskaper med kun sporadisk omsetning utelatt, men fra 1982 av er data for samtlige børsnoterte selskaper tatt med.

For å kunne tolke en historisk utvikling, må en forutsette at den enkelte dataserie over tid gir tall for ett og samme underliggende objekt. I aksjesammenheng innebærer det at en tidsserie som viser kursutviklingen på en aksje, må være slik laget at den hele tiden angir verdien på en og samme «vare». Aksjeselskaper foretar ofte splitting av aksjer, emisjoner, utdeling av utbytte o.l. Dataserien for aksjekursen i et selskap må ta hensyn til at kursen etter slike operasjoner ikke direkte kan sammenlignes med kursen før justeringen ble foretatt. I Amadeus oppnås dette ved bruk av korreksjonsfaktorer, se eksemplene under. Det er viktig å merke seg at en i databasen også korrigerer aksjekursene for virkningen av utbytte. Tidsserien for aksjen vil dermed gjenspeile den samlede avkastning fra aksjen, hva enten avkastningen kommer i form av kursgevinst eller utbytte. Seriene i Amadeus representerer altså en avkastningsindeks, i motsetning til for eksempel den offisielle kursindeksen fra Oslo Børs, som kun tar hensyn til den del av avkastningen som kommer i form av kursgevinst.

For perioden under ett var årlig avkastning 12,6% før skatt, hvor utbytte utgjorde 4,1% og kursgevinsten 8,5%, se tabell 2.3. Tabellen viser at under skatteforutsetningene i tabell 2.6 reduseres årlig avkastning ved

Eksempler på bruk av korreksjonsfaktorer

Aksjesplitt: Med virkning fra onsdag splittes en gammel aksje i to nye. De børsnoterte kursene i tiden før onsdag må dermed multipliseres med en korreksjonsfaktor lik 1/2.

	Man- dag	Tirs- dag	Ons- dag
Faktisk kursnotering	104	100	51
«Kurser» korrigerert for aksjesplitt	52	50	51

Fondsemisjon: Med virkning fra onsdag blir verdien av selskapets aktiva skrevet opp. Aksjekapitalen blir oppskrevet med et tilsvarende beløp, og eksisterende aksjeeiere får tildelt en ny aksje for hver tiende aksje de har. Kursnoteringen før onsdag må da multipliseres med en faktor på 10/11.

	Man- dag	Tirs- dag	Ons- dag
Faktisk kursnotering	135	138	128
«Kurser» korrigerert for fondsemisjon	123	125	128

Utbytte: Onsdag blir det utbetalt et utbytte på 30 kroner pr. aksje. Korreksjonsfaktoren beregnes slik: (aksjekurs før utbytte - utbytte)/aksjekurs før utbytte. I vårt eksempel gir det en faktor lik (205-30)/205, som er 0,85, som altså multipliseres med de faktiske kursene fram til og med tirsdag.

	Man- dag	Tirs- dag	Ons- dag
Faktisk kursnotering	212	205	183
«Kurser» korrigerert for utbytte	180	175	183

bare utbyttebeskatning til 11,6%. Hvis både utbytte og kursgevinst beskattes, blir den årlige avkastningen 7,0%. I tilfellet med full beskatning har realavkastningen vært negativ i perioden sett under ett. Det er

imidlertid grunn til å tro at de fleste investorer har unngått full kursbeskatning, både fordi aksjene kan ha vært holdt i lang nok periode til å oppnå skattefrihet for kursgevinster, og fordi kurstap skattemessig kan framføres mot gevinster senere. Det siste er det ikke tatt hensyn til i tabellen.

... og av ulike transaksjonskostnader som kurtasje og omsetningsskatt

Aksjeinvestors totalavkastning vil i tillegg til direkte skatter også påvirkes av ulike transaksjonskostnader, som kurtasje og omsetningsskatt.

I det norske aksjemarkedet har en gjennomsnittsaksje i de siste årene blitt omsatt vel en gang i løpet av tre år. Hvis vi igjen betrakter perioden 4. kvartal 1967 – 4. kvartal 1987 og antar at investor gjennomsnittlig omsatte sin aksjeportefølje hvert tredje år, ville totalavkastningen bli redusert fra 12,6% til 11,7% pr. år, gitt en kurtasje på 0,75% og en omsetningsskatt på 1%. Dersom porteføljen gjøres opp hvert år, vil avkastningen bli redusert til 10,3% pr. år. De kortsiktige investorers avkastning blir naturlig nok rammet hardest av transaksjonskostnader. En investor som sitter med aksjene i ett kvartal, får en effektiv kostnad på knapt 10,5% regnet som årlig rate. Dersom en alternativ plassering har en avkastning på 14%, må den forventede avkastningen på aksjeinvesteringen være minst 25% under forutsetning av lik skattemessig behandling av de to plasseringsformer. Ellers vil ikke investering i aksjer kunne konkurrere med alternativet. Hensikten med en omsetningsskatt, ut over rent budsjettsmessige begrunnelser, er kanskje nettopp å ramme kortsiktige investorer. Samtidig reduseres imidlertid likviditeten i markedet. Det kan føre til mindre interesse blant langsiktige investorer for å investere i aksjemarkedet, fordi muligheten til å selge aksjer med gevinst er redusert.

Tabell 2.3. Avkastning før og etter skatt. 4. kvartal-4. kvartal, gjennomsnitt av årlige prosentvise endringer

	1968	1968	1972	1976	1980	1984
	-87	-71	-75	-79	-83	-87
<i>Før skatt:</i>						
– totalt	12,6	19,7	0,7	18,5	10,9	14,1
– utbytte	4,1	3,7	3,9	5,2	4,4	3,2
– kursgevinst	2,5	16,0	-3,2	13,3	6,5	10,9
<i>Etter skatt:</i>						
– bare beskatning						
– utbytte	11,6	19,0	-0,2	17,2	9,7	13,3
– full beskatning av kursgevinst og utbytte	7,0	19,0	-6,2	8,4	6,0	9,5
<i>Memo:</i>						
– konsumprisindeksen	8,2	6,1	9,2	7,5	11,1	7,0

Geometrisk og aritmetisk gjennomsnitt

Det kan benyttes to metoder for å beregne avkastningsrater over tid: geometrisk eller aritmetisk gjennomsnitt. Det geometriske gjennomsnittet er best egnet til å måle verdiendringer på porteføljen over mer enn en periode når investeringsstrategien er kjøp og hold, samt reinvestering av utbyttet. Det geometriske gjennomsnittet viser med andre ord den effektive avkastningen av en investering over flere perioder. Det er dette gjennomsnittet som er benyttet i denne artikkelen. Når aritmetiske gjennomsnitt benyttes, begrunnes dette ofte med at en er interessert i typisk avkastning i aksjemarkedet for enkeltperioder. Valget av periodelengde er her helt avgjørende for resultatene. For eksempel var det aritmetiske gjennomsnittet av årlige avkastningsrater for markedsindeksen i tidsrommet 1967-1987 vel 17%, mens det tilsvarende gjennomsnitt av månedsvise avkastningsrater var nesten 50%.

Skatteregler¹⁾, kurtasje og omsetningskatt

De viktigste reglene for personbeskatning av avkastning på aksjer kan oppsummeres på følgende måte: Før 1971 var kursgevinster skattefrie, mens det mellom 1971 og 1979 måtte svares en skatt på 50% på eventuell gevinst dersom aksjene ble solgt tidligere enn fem år etter kjøp. Fra 1980 ble denne bindingstiden forkortet til to år, og fra 1981 ble skattesatsen redusert til 30%. I 1985 ble bindingstiden økt til tre år, og skattesatsen ble økt til 35% i 1986 og til 40% i 1987. Tap ved aksjesalg innenfor henholdsvis 5-, 3- og 2-årsfristen går til fradrag i skattbar aksjegevinst og kan framføres i fire år. Mulighetene for å unngå kursgevinstbeskatning er derfor til stede. Utbytte har i hele perioden vært

¹⁾ Som tidligere nevnt, har en i denne framstillingen sett bort fra progressiv formuesskatt til staten og «flat» formuesskatt til kommuner. I forhold til en del andre formuesaktiva rammes aksjer hardere av formuesbeskatningen, fordi likningssverdien av aksjer er lik markedsverdien ved årslutt. Også enkelte andre finansielle plasseringer rammes på samme måte som aksjer.

beskattet på aksjonærens hand ved statskattelikningen, men ikke ved kommuneskattelikningen. Skattesatsene som er benyttet her (se tabell 2.6), er laget på grunnlag av materiale fra Statistisk Sentralbyrå, og forutsetter at den representative aksjeinvestor har såvidt høyere marginalsatt enn 80% av skatteytene.

Tidligere var kurtasjesatsene fastsatt i forskrift fra Finansdepartementet. Fram til 30.9.1971 var kurtasjen 0,5%. Fra 1.10.1971 ble kurtasjen økt til 0,75% eller minst 10 kroner pr. omsetning. Disse satsene ble frigitt fra 15.10.1985. Større investorer kan nå oppnå en noe lavere kurtasje samtidig som minstekurtasjen er økt. Omsetningsavgift på aksjer var 1% på kjøp og salg i 50- og 60-årene, men ble fjernet ved inngangen til 70-tallet. Den ble gjeninnført 1.1.1974 og fjernet igjen 1.1.1978. Fra januar 1988 ble en avgift på 1% innført. Avgiften skal deles likt mellom kjøper og selger.

De hyppige endringene i skatteregler for aksjemarkedet innebærer i seg selv et usikkerhetsmoment som øker risikoen i markedet.

Aksjeporteføljer med avkastning som varierer sterkt i forhold til markedsindeksen har hatt høy avkastning, mens porteføljer med lavere variasjon og dermed mindre risiko har gitt mindre avkastning

En kan ofte observere at avkastningen av en aksje eller en portefølje av aksjer i større eller mindre grad varierer i takt med samlet avkastning i aksjemarkedet. Det samlede aksjemarkedet er her representert ved markedsindeksen. Hver enkelt aksjes eller porteføljes følsomhet overfor generelle nyheter som påvirker hele markedet, vil være forskjellig. Følsomheten vil være større desto mer konjunkturavhengig aksjen eller porteføljen er. Dersom avkastningen på en aksje er perfekt proporsjonal med markedsavkastningen og f.eks 20% mer følsom over-

for generelle markedsbevegelser, vil aksjens avkastning være 12% dersom markedsavkastningen er 10%. Forholdet mellom avkastningene blir gjerne kalt «beta», og er i dette tilfelle 1,2. Markedsindeksens beta er pr. definisjon 1.

Avkastningen av en aksje har normalt også individuelle variasjoner i positiv eller negativ retning som ikke kan «forklares» av markedsindeksen. Dette har sammenheng med at forhold som er særegne for det enkelte selskap, også påvirker avkastningen av en aksje. Disse kan betraktes som tilfeldige og uavhengige i forhold til markedsindeksen og andre aksjer. De vil i så fall oppveie hverandre over tid eller dersom antall aksjer i porteføljen øker. Diversifisering kan altså redusere porteføljerisikoen.

Fordi variasjoner i en aksjes avkastning som ikke kan forklares av markedsindeksen, betraktes som tilfeldige, vil forventet avkastning av denne delen av avkastningen være null. Dette er intuitivt rimelig siden investor kan unngå slik risiko ved å øke antall aksjer i porteføljen. Markedet vil ikke «belønne» investor for å ta unødvendig risiko. Denne typen risiko kalles ofte usystematisk risiko.

Variasjoner i en aksjes avkastning som «skyldes» markedsindeksen, kan ikke investor diversifisere seg bort fra. Dette kalles også systematisk risiko. Det er denne type risiko investor vil bli betalt for å ta.

Beta, eller samvariasjonen mellom en portefølje og markedsindeksen, kan beregnes ved en enkel regresjon mellom markedsavkastningen og porteføljeavkastningen. Resultatene av slike regresjoner er vist i tabell 2.4.

Tabell 2.4 viser at endringer i markedsindeksen i varierende grad har «forklart» variasjonen i avkastningen for de utvalgte porteføljer. Forklaringsprosenten er forholdsvis lav, bortsett fra for industriselskapene. Disse er jo også de dominerende i markedsindeksen. Gjennomgående har det vært slik at porteføljer med høyere (lavere) beta enn 1 har hatt en høyere (lavere) avkastning enn totalmarkedet. Tallene tyder imidlertid på at porteføljeavkastningen ikke kan forklares bare ut fra sin beta og markedsavkastningen — sammenlign f.eks. markedsavkastningen med avkastning og beta på bankaksjer. Noe upresist kan dette sies å ha sammenheng med at investor kan ha alternative plasseringsmuligheter som innebærer mindre risiko enn aksjeinvesteringer. I så fall bør avkastningen på aksjer være høyere enn avkastningen på det sikre plasseringsalternativet. Dette vil bli utdypet nedenfor. Videre vil det være den forventede avkastning som er relevant, mens vi her betrakter historisk avkastning. Det kan også tenkes at markedet belønner faktorer som ikke har sammenheng med generelle markedsbevegelser.

En aksjeinvestering har gitt en meravkastning i forhold til mer sikre finansielle plasseringer, som statsobligasjoner og innlån i finansieringsselskap

Sammenlignet med en rekke andre finansplasseringer er aksjeinvesteringer forbundet med større risiko. For det første er avkastningen på aksjer mer avhengig av aksjeselskapets resultater. Videre er aksjekursutviklingen generelt usikker. Investeringer i statspapirer, som statsobligasjoner eller statssertifikater, er det normalt bare knyttet pris- eller renterisiko til. På slike fordringer

Tabell 2.4. Betaverdier og avkastning¹⁾

	Mar- keds- indek- sen	Indu- stri	Bank	For- sikring	Skip
<i>1.kv. 1967-2.kv. 1988</i>					
Avkastning	12,3	13,2	8,9	12,8	11,1
Beta	1,0	1,3	0,2	0,4	1,0
R ²⁾		0,95	0,18	0,37	0,48
<i>1.kv. 1967-1.kv. 1973</i>					
Avkastning	16,0	16,3	7,8	16,1	21,4
Beta	1,0	1,1	0,2	0,6	1,6
R ²⁾		0,83	0,30	0,36	0,48
<i>1.kv. 1973-1.kv. 1978</i>					
Avkastning	-7,7	-7,5	3,1	-7,2	-13,5
Beta	1,0	1,4	0,1	0,2	0,9
R ²⁾		0,98	0,06	0,48	0,83
<i>1.kv. 1978-1.kv. 1983</i>					
Avkastning	17,9	19,6	12,2	23,4	14,3
Beta	1,0	1,4	0,1	0,4	0,8
R ²⁾		0,97	0,16	0,33	0,34
<i>1.kv. 1983-2.kv. 1988</i>					
Avkastning	20,7	22,4	9,6	15,9	20,8
Beta	1,0	1,2	0,5	0,7	1,4
R ²⁾		0,97	0,42	0,48	0,52

¹⁾ Enkel minste kvadraters metode, lineær regresjon av porteføljeavkastningen med hensyn på markedsavkastningen. Kvartalstall.

²⁾ Forklaringsprosent (kvadrert korrelasjonskoeffisient).

Kilde: Norges Handelshøyskoles borsdatabase og Norges Bank.

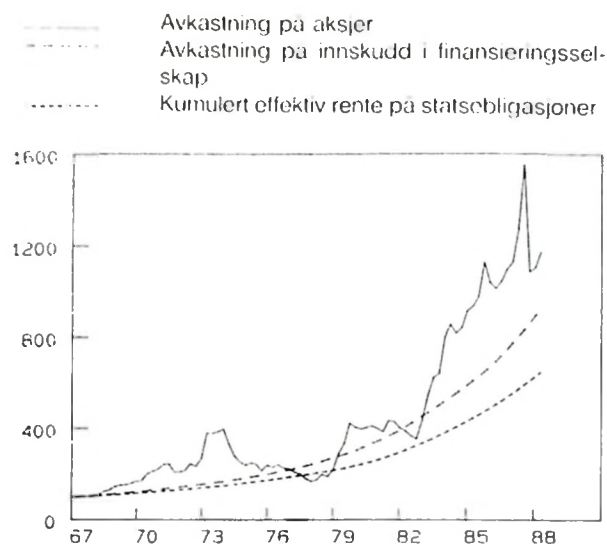
er det normalt ikke kredittrisiko. Den effektive avkastningen på slike papirer påvirkes av rentenivået: stiger (faller) renten, vil prisen på papiret falle (stige). Andre plasseringsformer vil kunne komme i en risikomessig mellomstilling mellom aksjer og statspapirer.

I teorier for porteføljevalg antas det som regel at investor har motvilje mot risiko. Det betyr at dersom investor skal akseptere høyere risiko, må han også bli tilbudt høyere forventet avkastning. Dersom bedriftene skal kunne bli tilført risikovillig kapital over aksjemarkedet, må derfor avkastningen på aksjemarkedet være høyere enn på alternativer med mindre risiko. Fremstillingen her begrenses til å se på historisk avkastning. I prinsippet er forventet avkastning avgjørende.

Et uttrykk for risikopremien ved en aksjeinvestering kan dannes ved å sammenligne avkastningen på aksjemarkedet med avkastningen av et risikofritt plasseringsalternativ. Ofte er dette alternativet ulike former for statspapirer. Helt risikofrie er disse imidlertid ikke, jf. det som er sagt ovenfor. I store deler av perioden som her betraktes, har det dessuten ikke eksistert noe velfungerende marked i statspapirer. En mulighet er derfor å benytte innlånsrenten i et finansieringsselskap som uttrykk for en sikker plassering. Det kan imidlertid reises spørsmål om et slikt innlån kan betraktes som fullstendig fritt for kredittrisiko. Avkastningen på aksjemarkedet er derfor også sammenlignet med den effektive renten på statsobligasjoner, som en indikator på avkastningen på statspapirer.

I figur 2.7 er markedsindeksen sammenlignet med avkastningen av å plassere i penge- og statsobligasjonsmarkedet. Perioden sett under ett har det vært mest lønnsomt å plassere i aksjer. Dette skyldes den sterke oppgangen i aksjekursene siden 1983, som var stor nok til å kompensere for kursfallet i oktober 1987. Bildet blir mer nyansert hvis en ser på delperioder. Av figuren kan

Figur 2.7. Avkastning på ulike finansplasseringer, 1967-1988. Kvartals-tall. 1. kv. 1967=100



Kilde: Norges Handelshøyskoles børsdatabase, Elcon Partners A/S og Norges Bank

en lett finne perioder hvor avkastningen av en investering i pengemarkedet var høyere. Statsobligasjonsinvesteringer har vært klart minst lønnsomme.

I tabell 2.5 er risikopremien uttrykt som forskjell mellom avkastningen på aksjemarkedet på den ene side og avkastningen på statsobligasjoner og innlån i finansieringsselskap på den andre. Det kan gjøres følgende observasjoner med utgangspunkt i tabellen:

- Før skatt synes risikopremien i gjennomsnitt over perioden å ha vært moderat. Dette gjelder spesielt dersom alternativinvesteringen var innlån i et finansieringsselskap. Men avkastningen på aksjemarkedet var også bare vel 3 prosentpoeng høyere enn indikatoren for avkastningen på statspapirer.
- Risikopremien er meget følsom overfor valg av tidsperiode.

– Dersom investor unngår skatt på kursgevinst, som en langsiktig investor kan gjøre, økes meravkastningen etter skatt av en aksjeinvestering. Dette skyldes at i dette tilfelle beskattes renteinntekter sterkere enn avkastningen på aksjemarkedet.

– Ved full utbytte- og kursbeskatning reduseres risikopremien. Dette har sammenheng med at årlig avkastning i aksjemarkedet har store variasjoner i positiv og negativ retning. Den absolutte beskatning av kursgevinster vil dermed bli forholdsvis høy selv om skattesatsen relativt til renteinntekter i gjennomsnitt har vært lavere. Som nevnt ovenfor er imidlertid ikke muligheten til skattemessig framføring av kurstap tatt hensyn til.

Tabellen illustrerer videre det forhold at risikopremien ikke er et entydig begrep. Den vil blant annet avhenge av sammenligningsgrunnlaget. Til slutt kan det nevnes at av de ulike plasseringsalternativene som er betraktet her, er det bare aksjeinvestering som, etter skatt, ville ha gitt positiv realavkastning perioden sett under ett, og da bare i det tilfellet hvor skatt på kursgevinst unngås.

Ulike investeringsstrategier kan gi vesentlig forskjellig avkastning og risiko

Avkastningen ovenfor ble beregnet under forutsetning av at investor hele tiden investerte i enten aksjemarkedet eller i pengemarkedet. Investor kunne imidlertid tjene på å skifte porteføljen fra aksjemarkedet til pengemarkedet i visse perioder. I perioden 1968-87 var avkastningen i pengemarkedet høyere enn i aksjemarkedet i 11 av årene. Avkastningen for en investor som perfekt kunne forutsi hvor det lønte seg å investere, ville bli vel 25% årlig. Meravkastningen i forhold til en ren aksjeinvestering ville klart dekket transaksjonskostnadene ved portefe-

Tabell 2.5. Risikopremie før og etter skatt. 4. kvartal-4. kvartal, årlig prosentvis endring

	1968 –1987	1968 –1977	1978 –1981	1982 –1987
<i>Før skatt:</i>				
<i>Avkastning</i>				
a. Aksjemarkedet	12,6	5,9	24,2	16,6
b. Finansierings-selskap	11,1	8,5	12,6	14,6
c. Statsobligasjons-markedet ¹⁾	9,3	6,7	9,8	13,3
<i>Risikopremie</i>				
a-b	1,5	-2,6	11,6	2,0
a-c	3,3	-0,8	14,4	3,3
<i>Etter skatt:</i>				
<i>Avkastning</i>				
a1. Aksjemarkedet ²⁾	11,6	5,1	22,9	15,7
a2. Aksjemarkedet ³⁾	7,0	2,4	13,6	10,6
b. Finansierings-selskap	6,2	4,9	6,5	8,0
c. Statsobligasjons-markedet ¹⁾	5,1	3,9	5,1	7,3
<i>Risikopremie</i>				
a1-b	5,4	0,2	16,4	7,7
a2-b	0,8	-2,5	7,1	2,6
a1-c	6,5	1,2	17,8	8,4
a2-c	1,9	-1,5	8,5	3,2

¹⁾ Kumulert effektiv rente på statsobligasjoner

²⁾ Bare beskatning av utbytte.

³⁾ Beskatning av utbytte og kursgevinst.

Kilde: Norges Handelshøyskoles borsdatabase, Elcon Partners A/S og Norges Bank.

følgeendringene. På den andre side ville en investor som alltid var uheldig med sine investeringer, ikke få noen nominell avkastning.

Når det eksisterer et «risikofritt» investeringsalternativ, kan investor velge ulik risikoprofil på sin portefølje ved å bestemme hvor stor andel av sin finansielle formue han vil i plassere i henholdsvis aksjer og innlån i finansieringsselskap. I figur 2.8 er årlig avkastning av tre forskjellige porteføljer vist. Det er antatt at andelene bestemmes

på investeringstidspunktet, men porteføljen rebalanseres ikke senere, slik at andelene etter hvert vil avvike fra utgangspunktet. Som en skulle forvente reduseres variasjonen i avkastningen med lavere andel av porteføljen i aksjemarkedet. Samtidig reduseres årlig totalavkastning fra 12,6% til 12,2%, 11,9% og 11,5% når en starter med aksjeandeler i porteføljen på henholdsvis 0,75, 0,50 og 0,25. Dette kan kalles kostnaden ved å redusere risikoen knyttet til porteføljen, eller alternativt økt fortjeneste ved å ta økt risiko.

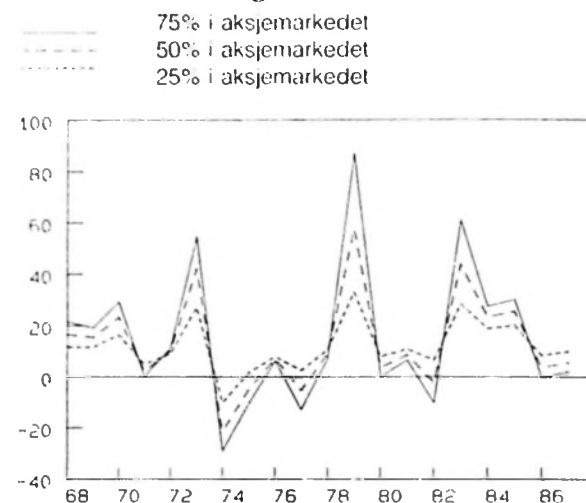
Det kan selvsagt tenkes et utall av ulike «naive» investeringsstrategier. En mulighet er at investor ved inngangen til hvert år rebalanserer porteføljen, slik at halvparten holdes i aksjer og halvparten som innlån i finansieringsselskap. Dette innebærer at dersom avkastningen på aksjer øker sterkt, vil noe av denne avkastningen bli investert i finansieringsselskapet. En slik strategi kan kanskje begrunnes ut fra en tanke om at det som går opp, må komme ned, eller med at

Tabell 2.6 Skatteforutsetninger

	Marginalskatter		Kursgevinstbeskatning	
	Renteinntekter	Utbytte	Skattesats	Bindingstid
1968	0,42	0,21	0	—
1969	0,42	0,21	0	—
1970	0,34	0,14	0	—
1971	0,38	0,18	0	—
1972	0,40	0,20	0,5	5 år
1973	0,43	0,22	0,5	5 år
1974	0,43	0,22	0,5	5 år
1975	0,44	0,22	0,5	5 år
1976	0,44	0,22	0,5	5 år
1977	0,47	0,24	0,5	5 år
1978	0,47	0,24	0,5	5 år
1979	0,48	0,27	0,5	5 år
1980	0,51	0,30	0,5	2 år
1981	0,47	0,26	0,3	2 år
1982	0,46	0,25	0,3	2 år
1983	0,45	0,24	0,3	2 år
1984	0,46	0,25	0,3	2 år
1985	0,46	0,25	0,3	3 år
1986	0,46	0,25	0,325	3 år
1987	0,42	0,21	0,375	3 år

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank.

Figur 2.8. Avkastning på porteføljer med ulik risiko. Prosentvis årlig avkastning, 1968-1987



Kilde: Norges Handelshøyskoles børsdatabase, Elcon Partners A/S og Norges Bank

noe av gevinsten bør sikres. Strategien innebærer redusert risiko sammenlignet med en ren aksjeinvestering. I perioden som vi her betrakter, ville strategien ha gitt en årlig avkastning på 13,0%, sammenlignet med 12,6% for en ren aksjeinvestering. Dette kan være en tilfeldighet og ha sammenheng med perioden som betraktes. Spesielt bidro kursstigningen fra 1983 til at store deler av avkastningen på aksjer ville blitt reinvestert i pengemarkedet, og porteføljen ble dermed i stor grad skjermet fra kursfallet høsten 1987. Beregningene viser imidlertid at avkastningsindeksen for denne porteføljen i store deler av perioden ligger over markedsindeksen. Dette gir likevel ikke grunnlag for å slutte at aksjemarkedet ikke har priset risiko riktig. Som påpekt ovenfor vil en årlig rebalansering av porteføljen kunne gi kostnader som lett kan redusere avkastningen med denne strategien betydelig.

Vedlegg

Skatteforutsetninger

Tabell 2.6 oppsummerer skatteforutsetningene benyttet i artikkelen. Det er antatt at den representative aksjeinvestor har såvidt høyere marginalskatt enn 80% av skattyterne. Kilden for tallene er ulike utgaver av «Aktuelle skattetall» fra Statistisk Sentralbyrå.

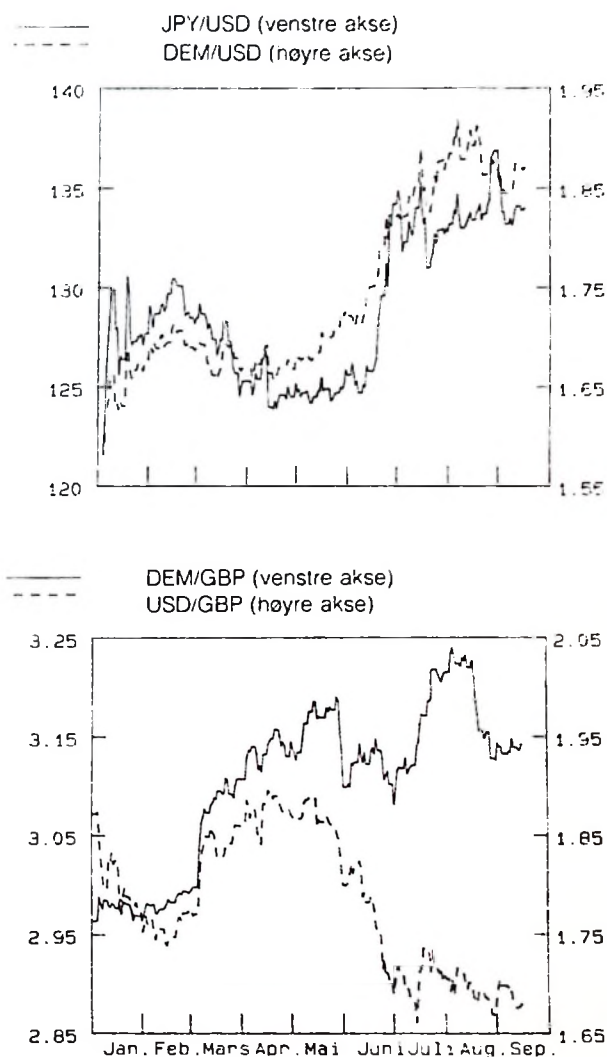
Utviklingen i penge- kapital- og valutamarkedene

De internasjonale penge-, kapital- og valutamarkedene

Valutamarkedene. De internasjonale valutamarkedene har de siste månedene vært preget av kursoppgang for amerikanske dollar. Allerede i begynnelsen av juni kunne en se en stigende tendens. Kursoppgangen forsterket seg etter offentliggjørelsen av gunstige handelstall i midten av juni. Videre bygde kommunikeet fra toppmøtet i Toronto opp under en oppfatning i markedet om at de pengepolitiske myndigheter i G7-landene ville tolerere en ytterligere oppgang i dollarkursen. I løpet av juni appresierte dollaren med 5–6,5% overfor de andre hovedvalutaene. Gjennom juli fortsatte dollaroppgangen overfor tyske mark, mens stillingen var relativt stabil overfor britiske pund og japanske yen. Dollaroppgangen ble til en viss grad bremset av koordinerte sentralbankintervensjoner. Gjennom august var det tildels betydelige kursfluktuasjoner. Dollaren ble på det høyeste notert til 1,9250 overfor tyske mark den 9. august, da den amerikanske sentralbanken satte opp diskontoen. Ved utgangen av august ble dollaren notert til 1,875 DEM og 136,5 JPY, hvilket representerte en appresiering på om lag 9% overfor begge valuter siden utgangen av mai.

Innenfor EMS har det vært relativt stabile kursforhold de siste månedene. Gjennom juni og juli vekslet danske kroner og irske pund om topposisjonen innen kursbåndet, med belgiske francs nederst. En medvirkende årsak til de rolige forholdene var at kur-

Figur 3.1. Kursutviklingen for hovedvalutaene. Januar— august 1988



Til tross for store fluktuasjoner, har USD siden juni vist en appresierende tendens overfor de andre hovedvalutaene.

sen på tyske mark holdt seg relativt svak. Bakgrunnen for svekkelsen av tyske mark syntes blant annet å være en økt rentedifferanse i favør av amerikanske dollar og britiske pund. Gjennom august styrket imidlertid tyske mark seg til topposisjonen innenfor kursbåndet, blant annet etter en relativt kraftig oppgang i særlig det kortsiktige rentenivået.

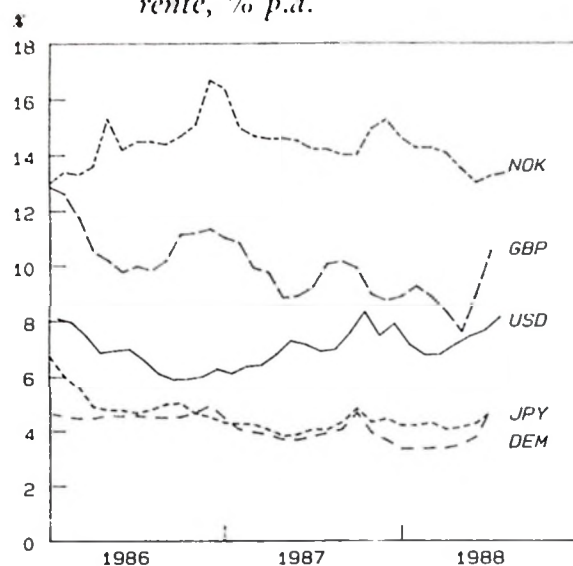
Til tross for stadige renteøkninger svekket britiske pund seg i juni. Særlig falt pundkursen etter offentliggjørelsen av et rekordstort handelsunderskudd for mai. Etter å ha styrket seg gjennom juli og august falt pundet kraftig igjen etter offentliggjørelsen av handelsunderskuddet for juli, som var langt større enn noen hadde forventet.

Rententviklingen. Siden juni har det vært en klar tendens til renteoppgang i de større industrilandene. I USA fortsatte de kortsiktige rentene å stige gjennom juni og juli etter den innstramning av pengepolitikken som fant sted i månedsskiftet mai-juni. Den 9. august økte sentralbanken i USA diskontoen med 1/2 prosentpoeng til 6,5%. Økningen skyldtes frykt for en stigende inflasjonstakt etter offentliggjørelsen av data som viste en sterkere økonomisk vekst enn forventet.

Etter en reduksjon i rentenivået gjennom april-mai, har sentralbanken i Storbritannia ved en rekke anledninger økt renten siden juni. Pengepolitikken ble strammet til for å unngå en overoppheting av økonomien med de følger dette kunne få for inflasjonen. Siden 2. juni er basisutlånsrenten i Bank of England økt fra 7,5% til 12%.

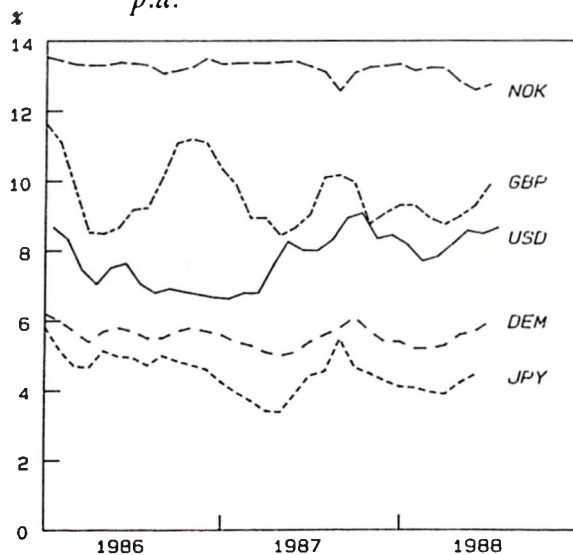
Også i Vest-Tyskland har de kortsiktige rentesatsene økt etter å ha vist bare mindre endringer siden oktober 1987. Appresieringen av dollaren og det stigende rentenivået i USA førte til kapitalutgang fra Vest-Tyskland. Den tyske sentralbanken har siden midten av juni ved flere anledninger økt sine offisielle rentesatser for å unngå et

Figur 3.2. Internasjonale rentesatser for kortsiktige plasseringer. Tre måneders eurorente. Nominell rente, % p.a.



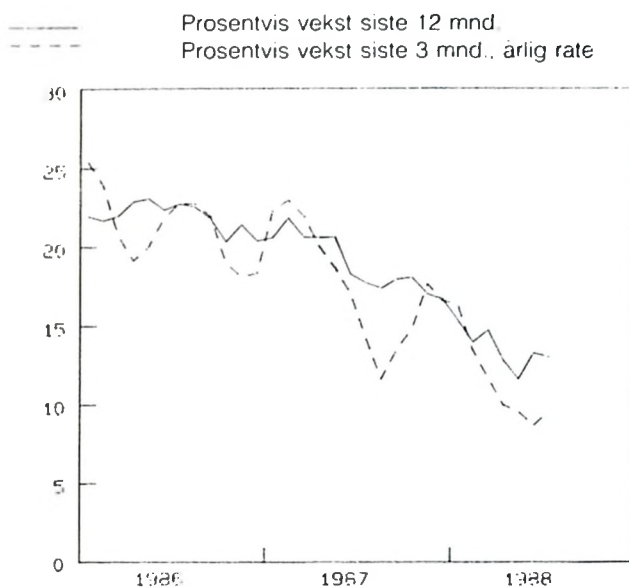
Siden tidlig i juni har de kortsiktige rentene i Storbritannia steget kraftig. Også i de andre store OECD-landene har det vært oppgang i de kortsiktige rentesatsene.

Figur 3.3. Internasjonale rentesatser for langsiktige plasseringer i statsobligasjoner. Effektiv rente, % p.a.



Etter en nedgang de første månedene i år, har de langsiktige rentene i de store OECD-landene økt siden mars.

Figur 3.4. Korrigert kredittindikator, sesongjustert



Veksttakten i kredittvolumet til private og kommuner fra innenlandske kilder ble betydelig redusert gjennom de første månedene i 1988, men utviklingen de siste månedene kan indikere at det ikke har funnet sted en ytterligere avdempning.

Figur 3.5. Publikums likviditet, registrerte tall. Prosentvis vekst siste 12 måneder



Selv om tallene viser en høy tolv måneders vekst for pengemengden, har den underliggende veksttakt vært klart avtakende de siste månedene.

for sterkt fall i kursen på tyske mark. Blant annet er diskontoen ved to anledninger hevet med til sammen 1 prosentpoeng, og lå ved inngangen til september på 3,5%. Også en rekke andre land har i perioden økt sine offisielle rentesatser.

Internasjonale kapitalmarkeder. Den høye opplåningen i de internasjonale kapitalmarkeder som ble registrert i første kvartal i år, fortsatte også i annet kvartal. Blant hovedfaktorene bak den store aktiviteten finner vi sterk økonomisk vekst i de største OECD-landene og større stabilitet i de internasjonale valutamarkeder. Videre bidro en fornyet tiltro blant investorene etter krakket på aksjebørsene i oktober 1987 til utviklingen.

Forventninger om stabile valutaforhold internasjonalt bidro til at investorene i annet kvartal i større grad enn i de foregående kvartaler foretrakk obligasjoner denominert i høyrentevalutaer fremfor obligasjoner denominert i tyske mark og sveitsiske francs.

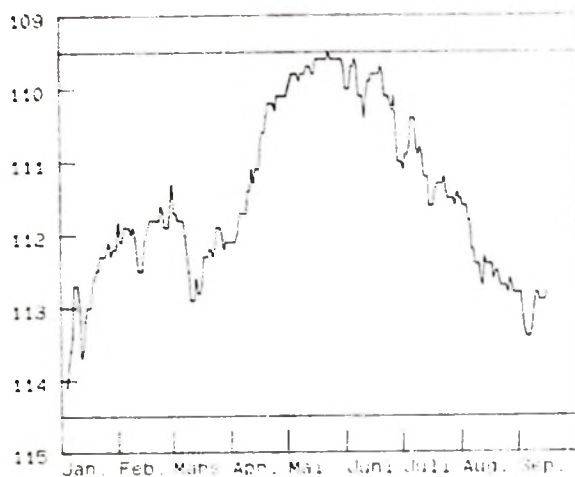
Penge-, kreditt- og valutaforholdene i Norge

Penge- og valutamarkedet.

Kreditttilførselen. De første månedene i år var det en klar avdempning i den innenlandske kreditteksjon. Ved inngangen til året var den underliggende veksttakt for kredittvolumet — målt ved utviklingen de siste tre månedene — nærmere 17% regnet som årlig rate, mens den ved utgangen av mai var kommet ned i 10%. Tallene for de siste månedene indikerer at det ikke har funnet sted noen ytterligere avdempning i kreditttilførselen. Således var den underliggende veksttakt ved utgangen av juli 9,6%.

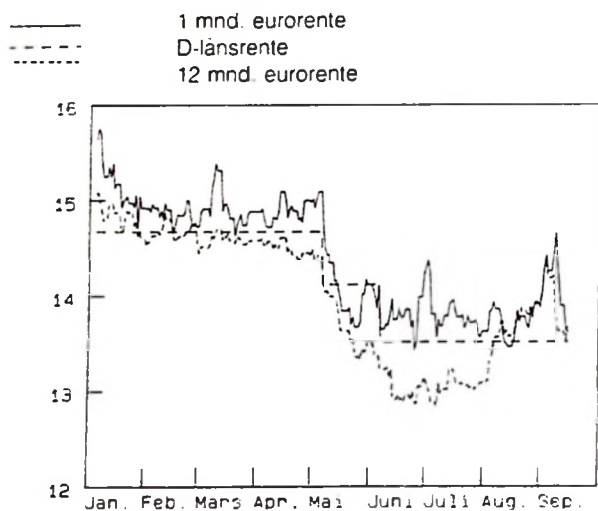
Ifølge foreløpige tall utgjorde summen av innenlandsk kreditttilførsel og netto kapitalinngang fra utlandet om lag 101 milliarder kroner i tolv-månedersperioden fram til

Figur 3.6. Kursindeksen for norske kroner. (Stigende kurve angir sterkere krone)



Fram til mai viste kronen klart appresierende tendens. Siden tidlig i juli har kronen imidlertid svekket seg, og kursindeksen har beveget seg fra 109,5 til verdier over 113 tidlig i september.

Figur 3.7. Effektive renter i pengemarkedet



De siste ukene har det vært en klar oppgang i de langsiktige pengemarkedsrentene. Bakgrunnen synes å være reduserte forventninger om ytterligere rentenedsettelse i Norge etter renteoppgangen internasjonalt.

utgangen av juli. Tallene for kapitalinngangen er beheftet med stor usikkerhet.

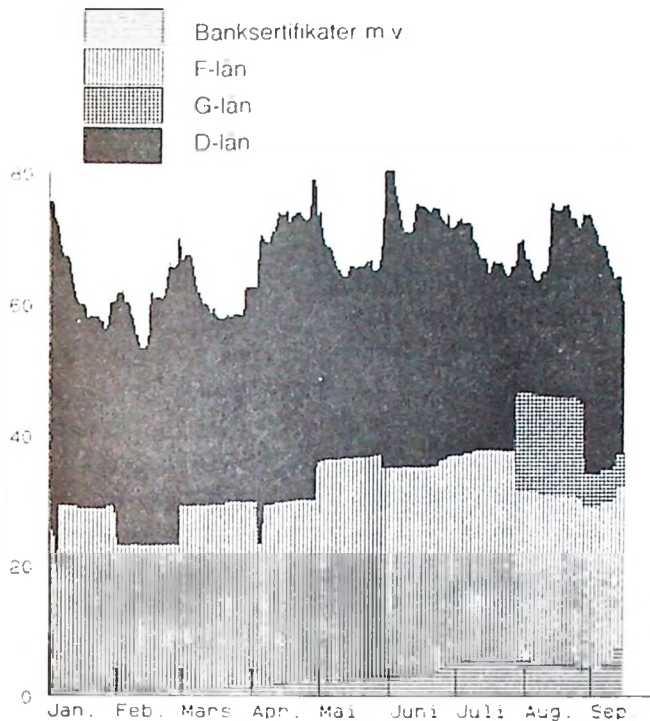
Publikums likviditet. Veksten i publikums likviditet var 12,0% de siste tolv måneder fram til utgangen av juli ifølge registrerte tall. Disse tallene er imidlertid fortsatt påvirket av reversering av utlånsavlastninger som ble foretatt i løpet av 1987. Den underliggende veksttakt har vært klart avtakende de siste månedene.

Valutamarkedet. Etter stort sett å ha vist en jevn appresierende utvikling siden årsskiftet, svekket kronen seg gjennom sommermånedene. Tidlig i juni lå kronen, målt ved kursindeksen, på om lag 109,5, dvs. nær det sterke ytterpunktet i svingningsområdet. Fram til begynnelsen av september svekket kronekursen seg, med visse fluktuasjoner, gradvis til indeksverdier over 113. I denne perioden både kjøpte og solgte Norges Bank valuta for å dempe kurssvingningene. De samlede intervensjoner beløp seg til et nettosalg av valuta tilsvarende om lag 10 milliarder kroner. Årsaken til kursbevegelserne var både forhold som hadde sin forankring i norsk økonomi, men tidvis også forhold i de internasjonale valutamarkedet. Blant enkeltfaktorer som syntes å påvirke kursutviklingen, var usikkerhet omkring oljeprisutviklingen og renteoppgangen internasjonalt. Oppfatninger blant enkelte markedsaktører om at kronen på noe sikt skulle svekkes, kan også ha bidratt til utviklingen.

Ved utgangen av august beløp valutareservene seg til knapt 95 milliarder kroner, en nedgang på nær 4 milliarder kroner siden utgangen av mai.

Rentene. Da Norges Bank satte ned dagslånsrenten med 1/2 prosentpoeng den 10. juni, førte dette umiddelbart til et fall i de øvrige pengemarkedsrentene. Fram mot månedsskiftet falt rentene ytterligere. Tidlig i juli svekket imidlertid kronekursen seg, og

Figur 3.8. Sentralbankfinansiering av pengemarkedet. Beholdningstall. Milliarder kroner



Sentralbankfinansieringen av pengemarkedet har gjennom 1988 beløpt seg til knapt 70 milliarder kroner i gjennomsnitt pr. dag. En vesentlig del av finansieringen har tatt form av F-lån. 1. august ble det innført en ny låneordning, G-lån.

Norges Bank intervenerte for å dempe kursfallet. Dette skapte en strammere likviditetssituasjon i pengemarkedet, og i løpet av få dager steg de kortsiktige pengemarkedsrentene med over 1/2 prosentpoeng. Situasjonen roet seg raskt, og rentene falt igjen. Etter en noe fluktuerende utvikling gjennom juli og august, var det tidlig i september en klar oppgang i de kortsiktige pengemarkedsrentene.

De noe lengre pengemarkedsrentene har vist en mer stabil utvikling. Fra årsskiftet og fram til rentenedsettelsen i Norges Bank 9. mai varierte den effektive 12-måneders swaprenten stort sett omkring den effektive D-lånsrenten (14,7%). Etter den første rentenedsettelsen lå imidlertid 12-måneders-

renten til tider til dels betydelig under D-lånsrenten, hvilket var et uttrykk for at markedsaktører forventet et ytterligere rentefall.

Renteøkningen internasjonalt og kursutviklingen for norske kroner svekket imidlertid forventningene om et snarlig rentefall, og gjennom august steg de noe lengre pengemarkedsrentene med knapt 1 prosentpoeng. De første dagene i september var det en ytterligere oppgang i rentene.

Statsobligasjonsrenten falt vel 0,3 prosentpoeng etter rentenedsettelsen i Norges Bank 10. juni. Rentenedgangen i det private obligasjonsmarkedet var noe større. Gjennom juli og august var det imidlertid renteoppgang i obligasjonsmarkedet. Tidlig i september var rentenivået i statsobligasjonsmarkedet om lag 1/4 prosentpoeng høyere enn ved utgangen av juni. I samme periode steg renten i det private obligasjonsmarkedet med noe over 1 prosentpoeng.

Foreløpige tall for 2. kvartal 1988 viser at forretnings- og sparebankenes gjennomsnittlige utlånsrenter inklusive provisjoner falt med om lag 1/4 prosentpoeng i forhold til 1. kvartal. Reduksjonen var noe større for kortsiktige lån enn for langsiktige lån. Også bankenes gjennomsnittlige innskuddsrente falt i samme periode med om lag 1/4 prosentpoeng. Både på utlåns- og innskuddsiden var rentenedgangen større i forretningsbankene enn i sparebankene.

Virkemiddelbruken. Norges Bank tilfører pengemarkedet likviditet ved flere ulike instrumenter. I august beløp den samlede sentralbankfinansieringen seg til 70 milliarder kroner. De viktigste signaler om endringer i rentenivået gis gjennom renten på dagslånsadgangen i sentralbanken. Dagslånsadgangen er utformet som en trekkefasilitet der renten i prinsippet kan endres daglig. I august utnyttet bankene knapt 83% av dagslånsadgangen, svarende til et daglig låneopptak på 24 milliarder kroner.

Gjennom 1988 har en stor del av sentralbankfinansieringen skjedd i form av F-lån. Dette er uoppsigelige lån med lengre løpetid og fast rente. Lånene gis etter et auksjonsprinsipp. I august ble det vedtatt begrensninger på bankenes opptak av F-lån. Den enkelte banks maksimale opptak av F-lån ble begrenset til et multiplum av bankens ansvarlige kapital. Bakgrunnen for vedtaket var å unngå at enkeltbanker fikk en uforholdsmessig stor andel av sentralbankfinansiering gjennom F-lån. I august beløp F-lånene seg til 26 milliarder kroner. I månedsskiftet august/september forfalt det et F-lån på 6 milliarder kroner. Samtidig ble det lagt ut et nytt lån på 5 milliarder kroner med 9 måneders løpetid. Den effektive renten på dette lånet ble 14,5%.

Den 1. august ble bankene tildelt 15 milliarder kroner i såkalte G-lån (grunnlagslån) fra Norges Bank. Dette er en låneordning som er innført etter at det i forbindelse med årets inntektsoppgjør ble foretatt en rentesenkning på særskilte boliglån i forretnings- og sparebankene. G-lånene gis til vilkår som er slik at bankenes inntektstap som følge av rentesenkningen kompenseres. G-lånene har en løpetid på en måned, men kan fornyes ved forfall på grunnlag av ny søknad fra den enkelte bank. Ved tildelingen 1. september ble volumet av G-lån redusert til 5 milliarder kroner.

Norges Bank tilfører pengemarkedet likviditet også ved kjøp av banksertifikater. Omfanget av denne handelen har økt gjennom 1988. Tidlig i september var Norges Banks beholdning av banksertifikater i underkant av 4 milliarder kroner.

Med virkning fra 1. juli ble en rekke av de gjenværende direkte reguleringer på kredittmarkedet opphevet. Dette gjaldt den direkte utlansreguleringen av finansieringsselskapenes ordinære utlån og skadeforsikringsselskapenes utlån, samt reguleringen av finansinstitusjonenes garantier for lån i det uregulerte markedet. Fra samme tidspunkt ble dessuten rammene for låneopptak

på obligasjonsmarkedet når det gjelder lån til boligformål, primærnæringene og kraftverk opphevet, mens rammereguleringen av kommunenes opplåning over obligasjonsmarkedet ble opprettholdt.

Kapitalmarkedet.

Sertifikatmarkedet. Norges Banks bruttoomsetning av statssertifikater har vært relativt moderat de siste månedene sammenlignet med første halvår i år. Den omsetning som har funnet sted, har i det alt vesentlige vært ledd i bankenes tilpasning til banklovens likviditetskrav. I årets åtte første måneder beløp Norges Banks bruttoomsetning seg til 32,6 milliarder kroner, med et nettosalg på 2,5 milliarder kroner. I slutten av juli ble det lagt ut et 12-måneders statssertifikat til rente 12,8%. Dette var ett prosentpoeng lavere enn ved forrige utleggelse i april, og tilsvarte den rentenedsettelsen som var foretatt på bankenes dagslån i Norges Bank. Utenom sentralmyndighetene ble det tegnet for vel 0,5 milliarder kroner i sertifikatet. Den 1. juli ble det for første gang lagt ut et sertifikatlån av en statsbank, idet Industribanken la ut et lån på 150 mill. kroner.

I løpet av årets sju første måneder ble det emittert sertifikater for over 160 milliarder kroner, som er nær en firedobling i forhold til samme periode i 1987. Økningen skyldes i det alt vesentlige banksertifikater, som stod for 114 milliarder kroner av det emitterte volum mot vel 6 milliarder kroner i samme periode i fjor. Hovedtyngden av banksertifikatene utstedes med kort løpetid. En vesentlig andel av disse sertifikatene holdes av andre banker som ledd i deres tilpasning til banklovens likviditetskrav. Også volumet av statssertifikater økte betraktelig. Dette skyldtes i hovedsak ettertegning ved Norges Bank, som har videresolgt sertifikatene til bankene og til Postsparebanken og Folketrygdfondet.

Ved utgangen av juli var utestående sertifikatgjeld 60 milliarder kroner.

Obligasjonsmarkedet. Tidlig i juni kjøpte Norges Bank statsobligasjoner for om lag 1,6 milliarder kroner. Umiddelbart etter rentenedsettelsen 10. juni oppstod det imidlertid kjøperinteresse blant markedsaktørene. Norges Bank valgte bare å selge mindre volum før kursene ble justert, slik at det totale salg kun beløp seg til 0,5 milliarder kroner. Resten av juni og gjennom hele juli var Norges Banks handel med statsobligasjoner moderat. Tidlig i august oppstod det på ny selgerinteresse for statsobligasjoner i markedet, og Norges Bank kjøpte i løpet av måneden obligasjoner for 3,3 milliarder kroner. Denne omsetningen ledet imidlertid ikke til større endringer i Norges Banks obligasjonskurs. I perioden juni-august var Norges Banks bruttoomsetning i statsobligasjoner 5,6 milliarder kroner. I samme periode ble det omsatt statsobligasjoner for 13,7 milliarder kroner over Oslo Børs.

I perioden januar-juli emitterte private og kommuner obligasjoner for knapt 16 milliarder kroner, eller vel 1 milliard kroner mer enn i tilsvarende periode i 1987.

Bankenes resultat første tertial 1988

Både forretnings- og sparebankene hadde et svakere driftsresultat før tap i første tertial 1988 enn i samme tertial året før, jf. tabell 3.9. Forverringen var sterkest for forretningsbankene, der resultatet regnet i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital sank fra 1,44% til 1,01%. Dette skyldes en reduksjon i andre driftsinntekter som har sammenheng med lavere kursgevinster på verdipapirer og valuta. For sparebankene viser tallene (basert på et utvalg på 28 banker med vel 3/4 av den samlede forvaltningskapital) en reduksjon i resultatet fra 1,19% til 1,11%.

Tabell 3.1. Endringer i bankers internasjonale fordringer¹⁾. Milliarder USD

	1985	1986	1987	1988 1.kv.	Ute- stående mars 1988
Totalt	234	517	608	75	4 207
- Herav vis-a-vis:					
Ikke-banker	31	37	76	15	948
Banker (og utfordelt)	203	480	532	60	3 259

¹⁾ Med internasjonale fordringer (external positions) menes
 - lån over landegrensene i enhver valuta
 - lån til innlendinger i fremmed valuta
 - tilsvarende fordringer utenom utlån

Kilde: BIS

Tabell 3.2. Bankers internasjonale fordringer, valutafordelt. Prosent av samlede internasjonale fordringer

	Desember			1988
	1985	1986	1987	1.kv.
Amerikanske dollar (USD)	49,1	45,7	40,4	40,3
Tyske mark (DEM)	6,5	6,5	7,1	6,7
Sveitsiske franc (CHF)	3,2	3,4	3,3	3,1
Japanske yen (JPY)	2,0	2,6	3,5	3,5
Britiske pund (GBP)	0,9	1,0	1,1	1,3
ECU	1,5	1,7	1,9	2,0
Ufordelt ¹⁾	36,8	39,1	42,7	43,0
Tot. i mrd. dollar	2577	3272	4198	4207

¹⁾ Inkluderer amerikanske bankers valutaforordringer, forordringer på utlandet i nasjonal valuta utenom USD, samt forordringer i annen valuta enn den som er spesifisert.

Kilde: BIS

Tabell 3.3. Nye internasjonale lån, fordelt på låncinstrumenter. Milliarder USD

	1985	1986	1987	1988	
				1.kv.	2.kv.
Obligasjonsutstedelser	169	228	181	57	63
- Herav med flytende rente	59	51	11	2	5
Bankutlån	61	63	95	37	21
Andre internasjonale fasiliteter	49	30	31	9	7
Samlet opplåning	279	321	307	103	91

Kilde: OECD

Tabell 3.4. Nye internasjonale lån, fordelt etter låntakerland. Prosent av samlet opplåning

	1985	1986	1987	1988	
				1.kv.	2.kv.
OECD	79,6	86,0	83,5	86,0	89,7
Oljeeksporterende utviklingsland	1,7	1,4	0,9	0,8	0,3
Andre utviklingsland	8,2	4,6	7,5	6,8	2,5
Øst-Europa	1,9	1,2	1,2	0,4	0,8
Internasjonale institusjoner og andre	8,6	6,8	6,9	6,0	6,7

Kilde: OECD

Tabell 3.5. Valutakurser overfor amerikanske dollar¹⁾

	1986	1987	1988	Prosentvis endring ²⁾
	31.12	31.12	31.08	31.12.87-31.08.88
Tyske mark (DEM)	1,940	1,583	1,875	18,4
Pund sterling (GBP)	0,678	0,534	0,594	11,2
Japanske yen (JPY)	159,9	121,7	136,5	12,2
Sveitsiske franc (CHF)	1,622	1,282	1,582	23,4
Franske franc (FRF)	6,423	5,371	6,360	18,4

¹⁾ Valutaenhet pr. dollar.

²⁾ Negative tall angir svakere dollar.

Kilde: Norges Bank

Tabell 3.6. Endringer i publikums likviditet etter kilde. Prosent av samlet likviditetsmasse ved inngangen til perioden.

	1986	1987	Siste 12 mndr. pr. 31/7		Anslag for 1988 fra rev. nasj. budsj.-88
			1987	1988	
Tilførsel fra:					
A. Sentralmyndighetene	2,0	6,3			0,7
Ved inntektsunderskudd ¹⁾	0,0	2,3			-3,7
Ved lånetransaksjoner	2,0	4,0			4,4
B. Private banker ²⁾	15,9	25,9			7,5
C. Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	1,0	-3,7			..
Innenlandsk likviditetstilførsel (A + B + C)	18,9	28,5	26,8	16,0	8,2
D. Publikums netto valutasalg til private banker m.v.	-14,3	-11,6	-16,1	-4,0	-3,2 ³⁾
Tilvekst i publikums likviditet (A + B + C + D)	4,6	16,9	10,7	12,0	5,0

¹⁾ Ekskl. oljeskatter

²⁾ Ekskl. valutasalg med lisens og bankenes kronelån til oljevirkosomhet

³⁾ Omfatter statistiske feil.

Kilde: Norges Bank

Tabell 3.7. Innenlandsk kredittilførsel til private og kommuner. Mill. kroner

	1986	1987	1.-2.kv. 1987	1.-2.kv. 1988 ²⁾
			29022	19296
Forretnings- og sparebanker	50943	64828	29022	19296
Statsbanker ¹⁾	6748	8074	4164 ³⁾	4750 ³⁾
Private finansierings-selskaper	3240	1639	422	145
Skadeforsikringsselskaper	529	717	221	-170
Livsforsikring, pensjonskasser	10643	11997	6471	4215
Kredittforetak, obligasjonsmarkedet	16621	38817	18160	8450
Aksjemarkedet	7428	...	...	...
Annen kreditt	57	535	30	-14
Innenlandsk kredittilførsel i alt	96209	...	...	...

¹⁾ Inkl. Postsparebanken

²⁾ Delvis foreløpige tall, delvis anslag

³⁾ Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån

Kilde: Norges Bank

Tabell 3.8. Beholdningstall i milliarder kroner og vekstrater i prosent for ukorrigert og korrigert kredittindikator

	Ukorrigert indikator ¹⁾		Korrigert indikator	
	Beholdning	Vekst siste 12 måneder	Beholdning	Vekst siste 12 måneder
Desember 1983	361,0	12,1	369,6	13,3
Desember 1984	422,1	16,9	428,6	16,0
Desember 1985	514,6	21,9	520,5	21,4
Desember 1986	606,5	17,9	626,6	20,4
Desember 1987	729,3	20,2	731,3	16,7
Januar 1988	733,2	18,8	735,2	15,4
Februar 1988	739,1	17,3	741,1	14,0
Mars 1988	747,9	18,4	749,9	14,8
April 1988	750,3	16,0	752,3	12,8
Mai 1988	754,5	14,9	756,5	11,6
Juni 1988	762,2	15,4	764,2	13,3
Juli 1988	773,5	14,7	774,5	13,0

¹⁾ Denne ble utvidet, med tilbakegående tall, f.o.m. januar 1988.

Kilde: Norges Bank

Tabell 3.9a. Resultat og egenkapitaldekning for forretningsbankene.
Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1987			Året	1988
	1.tertia	2.tertia	3.tertia	1987	1.tertia
1. Rente- og kred.prov.innt.	12,51	13,01	12,81	12,77	12,70
2. Rentekostnader	9,79	10,27	9,91	9,99	9,99
3. Netto renter og kred.innt	2,72	2,74	2,90	2,79	2,71
4. Andre driftsinntekter	1,64	1,39	0,58	1,20	1,02
5. Andre driftskostnader	2,92	2,71	4,30	3,31	2,72
6. Ordinært driftsres. for tap	1,44	1,42	-0,82	0,68	1,01
7.a) Realiserte tap på utlån ¹⁾	1,03	0,96	0,89	0,96	0,76
b) Realiserte tap på garantier ¹⁾	0,06	0,06	0,06	0,06	0,04
8. Ordinært driftsres. etter realiserte tap	0,35	0,40	-1,77	-0,34	0,21
9. Avsetning til tap	0,04	0,02	-0,67	-0,20	0,06
10. Egenkapitaldekning i prosent regnet etter forretningsbanklovens §21	8,0	8,1	7,3		7,4

¹⁾Kredittilsynets forskrifter om tertialregnskap for tap trådte i kraft fra 1. tertial 1988. Noen banker har spesifisert tap for hvert tertial også i 1987, mens andre kun oppgir totalt tap for året 1987. For sistnevnte bankgruppe har vi fordelt tapene likt mellom tertialene i 1987. Tapsfordelingen mellom tertialene dette året er dermed noe usikker.

Tabell 3.9b. Resultat og egenkapitaldekning for sparebankene¹⁾.
Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1987			Året	1988
	1.tertia	2.tertia	3.tertia	1987	1.tertia
1. Rente- og kred.prov.innt.	14,82	14,09	13,98	14,29	14,54
2. Rentekostnader	11,20	10,42	10,35	10,65	10,97
3. Netto renter og kred.innt	3,62	3,67	3,64	3,64	3,57
4. Andre driftsinntekter	0,79	0,88	0,34	0,67	0,66
5. Andre driftskostnader	3,22	3,03	3,61	3,29	3,12
6. Ordinært driftsres. for tap	1,19	1,52	0,37	1,03	1,11
7.a) Realiserte tap på utlån ²⁾	0,70	0,66	0,68	0,68	0,55
b) Realiserte tap på garantier ²⁾	0,09	0,08	0,08	0,08	0,08
8. Ordinært driftsres. etter realiserte tap	0,40	0,77	-0,39	0,26	0,48
9. Avsetning til tap	0,04	0,03	0,53	0,20	0,04
10. Egenkapitaldekning i prosent regnet etter sparebanklovens §25 ³⁾	5,1	4,7	4,7		4,6

¹⁾Et utvalg på 28 sparebanker med 77% av forvaltningskapitalen for alle sparebanker pr. 31.12.1987.

²⁾Kredittilsynets forskrifter om tertialregnskap for tap trådte i kraft fra 1. tertial 1988. Noen banker har spesifisert tap for hvert tertial også i 1987, mens andre kun oppgir totalt tap for året 1987. For sistnevnte bankgruppe har vi fordelt tapene likt mellom tertialene i 1987.

³⁾Gjelder alle sparebanker, ikke bare vårt utvalg.

Tabell 3.10a. Månedlige konjunkturtall, sesongjustert

									Prosentvis endring			
	1987	1987		1988		Jul.	Aug.	Fra samme måned året før	Siste 3 mndr mot foregående 3 mndr	Hittil i år mot samme periode året før	Årsanslag med nivå 3 mndr ut resten av året ¹⁾	
		4.kv.	1.kv.	2.kv.	Mai							Jun.
Antall arbeidsledige	32 391	32 692	36 841	45 646	45 220	47 562	46 741	49 444	68,1	11,0	32,1	37,7
Industriproduksjon	110,0	110,1	111,5	108,6	108,1	107,7	108,5	...	-2,7	-1,9	-0,0	-0,8
Prod. av olje og gass	183,8	169,1	180,9	176,6	176,3	164,6	181,3	...	10,2	-6,4	7,1	7,0
Bygg igangsatt totalt	8 869	2 330	2 788	1 916	589	524	543	...	-20,6	-36,5	-5,9	-9,7
Konsumprisindeksen	199,05	203,90	208,12	211,70	211,76	212,43	212,44	213,39	6,6	0,9	7,0	6,2
Privat varekonsum	96,1	93,7	92,6	87,3	86,8	90,5	87,0	...	-11,8	-2,9	-8,2	-7,4
Eksport trad. varer	78 480	20 607	22 913	22 761	7 155	7 432	7 676	8 017	29,6	2,6	20,2	17,5
Import trad. varer	144 488	36 172	35 821	35 157	12 273	10 662	11 327	10 806	-5,0	-12,0	-3,1	-5,3
Eksport olje og gass	53 624	14 068	12 828	11 722	3 987	3 623	3 968	3 864	33,3	-6,8	-8,2	-11,1
Ledende indikator	103,6	104,4	105,0	103,9	104,5	102,8	...	...	-1,1	...	...	...
Sammenfallende indikator	103,8	103,0	101,9	100,2	100,2	99,5	...	...	-4,4	...	...	...
Korte renter NOK	14,70	14,74	14,37	13,53	13,51	13,00	13,26	13,36	-0,8	...	...	...
Lange renter NOK	13,56	13,57	13,55	13,14	13,06	12,77	12,94	...	-0,6	...	...	...
M2, milliarder kr.	378	378	393	397	397	397	393	...	12,0	0,2	15,5	12,1

¹⁾ Når desembertall foreligger, gjelder anslaget neste år

Tabell 3.10b. Kvartalsvise konjunkturtall, sesongjustert

							Prosentvis endring				
	1986	1987	1987		1988		Fra samme kv. året før	Siste to kv. mot foregående to	Årsanslag		
			3.kv.	4.kv.	1.kv.	2.kv.			Hittil i år mot samme periode året før	Mednivå siste kv. ut resten av året ¹⁾	Mednivå siste to kv. ut resten av året ¹⁾
Sysselsatte personer	2 086	2 126	2 136	2 128	2 125	2 113	-0,7	-0,6	-0,0	-0,5	-0,3
Eksportpriser trad. varer	127,0	133,0	135,4	133,7	...	...	2,5	2,3	4,7	0,5	1,1
Eksportvolum trad. varer	117,6	128,3	128,2	135,0	...	...	16,6	4,8	9,1	5,2	2,5
Importpriser trad. varer	126,8	130,4	130,0	123,5	...	...	-4,5	-5,5	2,8	-5,3	-2,8
Importvolum trad. varer	140,1	134,5	136,0	139,9	...	...	2,4	4,7	-4,0	4,0	2,5
Industriinvesteringer	245,5	296,5	295,9	335,7	312,5	...	11,8	16,3	11,8	5,4	8,3
Eksportordretilgang industri ²⁾	226,2	269,7	295,3	283,6	289,3	357,0	34,5	11,7	27,9	26,1	19,8
Innenlandsk ordretilgang industri ²⁾	194,5	197,0	207,2	191,6	201,4	186,7	-8,2	-2,7	-0,7	-3,3	-1,5
Ordretilgang bygg og anlegg	141,5	141,0	142,2	140,0	161,0	140,3	4,3	6,8	6,8	3,2	6,9
Lagerhold i alt	86,0	82,8	80,0	80,0	78,8	80,8	-5,2	-0,2	-6,7	-2,9	-3,5
Timelønn industriarbeidere ³⁾	67,4	78,1	78,6	80,6	81,2	83,1	7,0	3,2	7,3	5,8	5,2
Bankrenter utlån ³⁾	14,97	16,44	16,65	16,76	16,85	...	...	...	...	...	...
Bankrenter innlån ³⁾	9,57	11,01	11,02	11,32	11,43	...	...	...	...	...	...

¹⁾ Når tall for 4. kvartal foreligger, gjelder anslaget neste år

²⁾ For metaller og verkstedprodukter ekskl. transportmidler og borengiger

³⁾ Ukorrigert



Utvikling i lønnsomhet og markedsandeler for norske private finansinstitusjoner

Vigdis Husevåg, konsulent, og Morten Jonassen, avdelingssjef i Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank

For norske finansinstitusjoner var 1987 et turbulent år. Trolig blir også 1988 vanskelig, med store tap på utlån for mange selskaper. Arbeidet med å redusere driftskostnadene, rydde opp i utlånsmassen og bedre kredittvurderingen har imidlertid kommet i gang og må forventes å bidra til bedret inntjening etter noen tid. En slik utvikling er høyst nødvendig for å opprettholde tilstrekkelig soliditet.

Hovedtrekk i utviklingen

1987 var et dramatisk år for det norske kredittmarkedet. For første gang siden 1930-årene gikk forretningsbankene samlet med underskudd; driftsresultat etter realiserte tap utgjorde $-0,30\%$ av gjennomsnittlig forvaltningskapital¹⁾. For finansieringsselskapene sett under ett ble det et enda større underskudd: $-0,92\%$. Dette er dårligste resultat siden slike selskap begynte å etablere seg i Norge i 1960-årene. Sparebankene samlet gikk med et overskudd på $0,61\%$, men dette er betydelig lavere enn året før. De dårlige resultatene for banker og finansieringsselskaper skyldes betydelige tap på utlån og på verdipapirhandel for begge grupper, samt svekket rentenetto²⁾ for forretningsbankene. Spesielt finansieringsselskapene har hatt store utlånstap. Den dårlige lønnsomheten har medvirket til svekket soliditet i 1987. Både «en bloc»-fond i prosent av utlån og egenkapitaldekningen ble

reduert for bankene. Disse tallstørrelser er ennå ikke tilgjengelige for finansieringsselskap og kredittforetak. I motsetning til banker og finansieringsselskap, har kredittforetakene lyktes i å opprettholde om lag samme lønnsomhet i 1987 som i 1986. Både tap og rentenetto var omtrent uendret fra året før, noe som ga et overskudd på $0,40\%$.

Lønnsomheten for forretningsbankene endret seg relativt lite tidligere på 1980-tallet, men 1983 og 1984 fremstår som gode år. Etter 1982 har sparebankenes driftsresultat etter tap gått jevnt ned. Finansieringsselskapenes lønnsomhet ble svekket fra 1984 av, mens kredittforetakenes driftsresultat etter tap holdt seg godt oppe til 1985.

Gjennomsnittlig forvaltningskapital har vokst sterkere i 1987 enn i 1986 for forretningsbanker og kredittforetak, mens veksten derimot har avtatt for sparebanker og finansieringsselskap. Regnskapstall for 1. tertial 1988 peker i retning av at sparebankenes lønnsomhet endret seg lite i forhold til samme tertial året før, mens lønnsomheten for forretningsbankene forverret seg noe.

1) Alle resultatstørrelser i denne artikkelen regnes som andel av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

2) Med rentenetto forstår vi differansen mellom finansinstitusjonenes totale rente- og kredittprovisjonsinntekter og totale rentekostnader.

Tabell 1. Forretningsbanker. Resultatregnskap. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	79	80	81	82	83	84	85	86	87	1. tertial 87	1. tertial 88
Rente- og kreditt- provisjonsinntekter	10,60	10,72	11,82	12,11	11,92	12,08	11,78	12,46	12,74	12,51	12,70
Rentekostnader	6,40	7,22	8,37	8,77	8,10	8,50	8,57	9,31	9,96	9,79	9,99
Netto rente- og kredittprovisjons- inntekter	4,20	3,50	3,45	3,34	3,82	3,58	3,21	3,15	2,79	2,72	2,71
Andre driftsinntekter	1,64	1,25	1,29	1,31	1,46	1,62	1,76	1,68	0,72	1,64	1,02
Herav:											
Netto kursgevinst ved omsetning av verdi- papirer	0,02	0,04	0,04	0,06	0,14	0,39	0,39	0,25	-0,36		
Netto kursgevinst på valutabeholdning og valutatransaksjoner	0,31	0,35	0,29	0,32	0,24	0,29	0,39	0,54	0,26		
Andre driftskostnader	3,74	3,60	3,50	3,44	3,58	3,51	3,34	3,19	2,86	2,92	2,72
Netto andre driftsinntekter	-2,10	-2,35	-2,21	-2,13	-2,12	-1,89	-1,58	-1,51	-2,14	-1,28	-1,70
Ordinært driftsresultat før tap	2,10	1,15	1,24	1,21	1,70	1,68	1,63	1,64	0,65	1,44	1,01
Tap på utlån	0,25	0,19	0,10	0,21	0,22	0,27	0,36	0,47	0,95	1,03	0,76
Ordinært driftsresultat etter tap	1,85	0,96	1,14	1,00	1,48	1,41	1,27	1,17	-0,30	0,35	0,21
Tap på utlån i % av utlån	0,37	0,29	0,16	0,33	0,33	0,39	0,48	0,60	1,36	1,45	1,11

Kilde: Bankstatistikken. Sparebankforeningen i Norge, Arbeidsnotater nr. 2 1988. Økonomisk Revy nr. 5 1988. Egen undersøkelse for 1. tertial 1987 og 1988.

Tabell 2. Forretningsbanker. Utvalgte balanseposter

	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87
Gjennomsnittlig forvaltningskapital ¹⁾		21,1	17,9	21,1	19,5	11,0	21,4	21,4	21,1	28,6
Utlån ¹⁾		10,6	13,6	18,1	17,9	19,0	30,6	35,4	33,8	19,0
Utlån i % av innskudd fra kunder		117,5	116,9	124,9	122,8	125,0	128,4	132,8	147,4	146,4
En-bloc-fond i % av utlån			3,4	3,5	3,7	3,8	3,8	3,5	3,1	2,6
Ansvarlig kapital i % av beregnings- grunnlaget i forretningsbanklovens §21							8,1	8,4	9,0	8,2

¹⁾ Prosentvis endring fra foregående år.

Kilde: Bankstatistikken. Økonomisk Revy nr. 4 1988. Kredittilsynets foreløpige rapport om finansinstitusjoners økonomiske stilling i 1987.

Tabell 3. Sparebanker. Resultatregnskap. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	79	80	81	82	83	84	85	86	87	1. tertial 87 ¹⁾	1. tertial 88 ¹⁾
Rente- og kreditt- provisjonsinntekter	9,74	10,13	10,97	11,62	11,97	12,00	11,90	13,34	14,48	14,82	14,54
Rentekostnader	5,87	6,27	6,49	7,02	7,33	7,75	8,11	9,39	10,53	11,20	10,97
Netto rente- og kreditt- provisjonsinntekter	3,87	3,86	4,48	4,60	4,64	4,25	3,80	3,95	3,95	3,62	3,57
Andre driftsinntekter	0,47	0,41	0,45	0,53	0,54	0,64	0,69	0,73	0,60	0,79	0,66
Herav:											
Netto kursgevinst ved omsetning av verdipapirer	0	0	0	0,02	0,04	0,09	0,13	0,10	0,02 ²⁾		
Nettokursgevinst på valutabeholdning og valutatransaksjoner	0,06	0,05	0,08	0,10	0,06	0,05	0,07	0,09			
Andre driftskostnader	3,00	3,12	3,24	3,36	3,58	3,44	3,36	3,41	3,27	3,22	3,12
Netto andre drifts- inntekter	-2,53	-2,71	-2,79	-2,83	-3,04	-2,80	-2,67	-2,68	-2,67	-2,43	-2,46
Ordinært driftsresultat før tap og avsetninger til tap	1,34	1,15	1,69	1,77	1,61	1,44	1,12	1,27	1,28	1,19	1,11
Tap på utlån	0,03	0,04	0,06	0,06	0,13	0,14	0,18	0,29	0,67	0,70	0,55
Ordinært driftsresultat etter tap	1,31	1,11	1,63	1,71	1,48	1,30	0,94	0,98	0,61	0,40	0,48
Tap på utlån i % av utlån	0,05	0,07	0,10	0,10	0,19	0,20	0,24	0,35	0,84	0,88	0,78

1) Gjelder et utvalg på 28 sparebanker med 77% av forvaltningskapitalen for alle sparebanker pr. 31.12.87.

2) Gjelder bare aksjer.

Kilde: Bankstatistikken. Sparebankforeningen i Norge, Arbeidsnotater nr. 2 1988. Egen undersøkelse for 1. tertial 1987 og 1988.

Tabell 4. Sparebanker. Utvalgte balanseposter

	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87	
Gjennomsnittlig forvaltningskapital ¹⁾		14,5	14,6	15,5	15,0	15,2	21,8	35,4	35,4	18,4	
Utlån ¹⁾		12,3	11,7	15,0	16,6	17,9	23,9	27,2	31,8	19,4	
Utlån i % av innskudd fra kunder		103,8	108,6	109,9	109,7	110,8	114,8	115,5	118,3	133,5	124,3
En-bloc-fond i % av utlån		2,9	2,9	3,0	2,9	3,2	3,3	3,2	3,1	2,9	
Ansvarlig kapital i % av beregnings- grunnlaget i sparebanklovens §25							7,8	7,4	6,5	5,5	4,8

1) Prosentvis endring fra foregående år.

Kilde: Bankstatistikken. Sparebankforeningen. Kredittilsynets foreløpige rapport om finansinstitusjoners økonomiske stilling i 1987.

Utviklingen i forskjellige resultatkomponenter

Driftsresultat før tap.

Sammenlignet med tidligere år har utviklingen i 1987 både likhetspunkter og forskjeller. Forretningsbankene opplevde en betydelig svekkelse av sine netto rente- og kredittprovisjonsinntekter i 1987 i motsetning til sparebankene, finansieringsselskapene og kredittforetakene, som lyktes i å opprettholde rentenettoen på omtrent samme nivå i 1987 som året før. Siden 1983 har imidlertid denne inntektsposten avtatt markert for alle de nevnte institusjonene. I denne perioden har rentenettoen gått ned nærmere 1 prosentpoeng for banker og finansieringsselskaper, mens den har avtatt svakt for kredittforetak.

Reduksjonen i bankenes netto rente- og kredittprovisjonsinntekter har flere årsaker.

Den vesentligste er endret finansieringsstruktur, som har gitt sterkt stigende rentekostnader. Veksten i innskudd fra kunder har vært langt lavere enn utlånsøkningen. For bankvesenet samlet utgjorde totale utlån 138,0% av innskudd fra kunder i 1987 mot 121,9% i 1983. Bankene har derfor i stadig større grad opptatt dyrere innlån fra det norske pengemarkedet, Norges Bank og utenlandske banker. Bruken av primærreserverekrav og tilleggsreserverekrav som viktigste kredittpolitiske virkemidler i perioden fra 1984 til første halvdel av 1987, og de avlastningsforretninger bankene gjennomførte i den forbindelse, medførte også dyrere finansiering. Fra midten av 1986 var det i tillegg en klar oppgang i rentene på ordinære innskudd fra kunder. Bankene har brukt renten mer aktivt i konkurransen om innskuddene.

Tabell 5. Finansieringsselskaper. Resultatregnskap. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	83	84	85	86	87
Rente- og kredittprovisjonsinntekter	16,64	15,29	15,64	17,30	19,27
Rente- og kredittprovisjonskostnader	11,11	9,99	10,31	12,79	14,77
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	5,53	5,30	5,33	4,51	4,50
Andre driftsinntekter	0,67	0,71	1,18	1,00	1,14
Andre driftskostnader	3,49	3,46	4,26	3,72	3,61
Netto andre driftsinntekter	-2,82	-2,75	-3,08	-2,72	-2,47
Ordinært driftsresultat før tap og avsetninger til tap	2,61	2,55	2,26	1,80	2,03
Tap og avsetninger til tap	0,99	0,92	0,98	1,22	2,95
Ordinært driftsresultat etter tap og avsetninger til tap	1,62	1,63	1,28	0,58	-0,92

Kilde: Regnskapsoversikt fra Finansieringsselskapenes Forening.

Tabell 6. Finansieringsselskaper. Prosentvis økning fra foregående år i utvalgte balanseposter

	84	85	86	87
Gjennomsnittlig forvaltningskapital	32,9	37,8	53,4	22,4
Utlån og leasing	35,3	37,0	38,6	19,5

Kilde: Regnskapsoversikt fra Finansieringsselskapenes Forening. Bankstatistikken.

Bankenes rente- og kredittprovisjonsinntekter gikk noe opp fram til 1982 for så å holde seg omtrent på samme nivå i 1983–85. Deretter har det igjen vært en markert stigning. Utviklingen har sammenheng med at utlånsrentene var regulert fram til høsten 1986.

Rentemarginen, dvs. forskjellen mellom de utlåns- og innlånsrentesatser bankene tar vis à vis publikum, gikk markert opp gjennom 1986, men har i 1987 og hittil i 1988 holdt seg på om lag samme nivå ifølge Norges Banks rentestatistikk. Endringene i balansestrukturen har imidlertid overskygget fluktuasjonene i rentemarginen, slik at finansinstitusjonenes netto renteinntekter har gått jamt ned i en periode der det generelle

rentenivå har steget betraktelig. Figur 1 og 2 viser utviklingen i rentemarginen overfor publikum og i netto renteinntekter for henholdsvis forretnings- og sparebanker.

For sparebankene ble rentenettoen noe svekket fra første tertial 1987 til første tertial 1988, mens den holdt seg uendret for forretningsbankene.

Bankene og finansieringsselskapene lyktes i å øke andre driftsinntekter, dvs. inntekter utenom renter og kredittprovisjoner, gjennom 1980-årene fram til 1986. I 1987 opplevde imidlertid forretningsbankene et kraftig fall i disse inntektene på grunn av utviklingen i verdipapirhandelen. (Utviklingen i inntektene fra verdipapirhandel omtales nærmere under neste punkt.) For-

Tabell 7. Private kredittforetak. Resultatregnskap. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	81	82	83	84	85	86	87
Renteinntekter mv.	9,52	10,21	10,74	11,08	11,27	11,21	
Rentekostnader mv.	7,98	8,67	9,24	9,68	9,87	9,87	
Netto renteinntekter	1,54	1,54	1,50	1,40	1,40	1,33	1,2
Andre driftsinntekter	0,16	0,07	0,14	0,10	0,13	0,09	
Andre driftskostnader	0,47	0,28	0,29	0,30	0,35	0,40	0,3
Netto andre driftsinntekter	-0,31	-0,21	-0,15	-0,20	-0,22	-0,31	
Ordinært driftsresultat før tap og avsetninger til tap	1,23	1,33	1,36	1,21	1,18	1,03	1,0
Tap og avsetninger til tap	0,62	0,42	0,33	0,35	0,31	0,59	0,6
Ordinært driftsresultat etter tap og avsetninger til tap	0,60	0,91	1,02	0,86	0,87	0,43	0,4

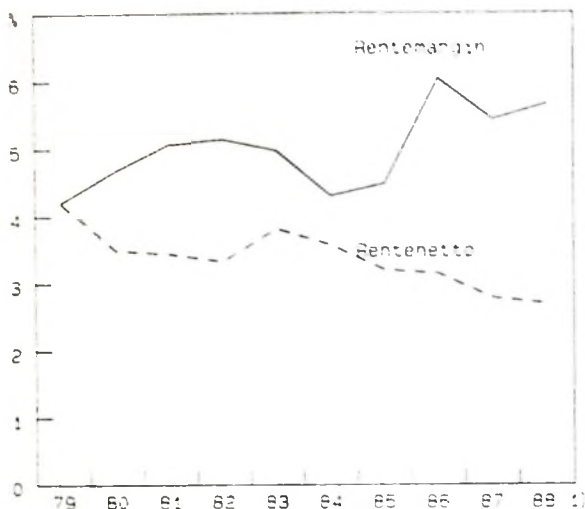
Kilde: Bank- og kredittstatistikk fra Statistisk Sentralbyrå. Kredittilsynets foreløpige rapport om finansinstitusjoners økonomiske stilling i 1987.

Tabell 8. Private kredittforetak. Prosentvis økning fra foregående år i utvalgte balanseposter

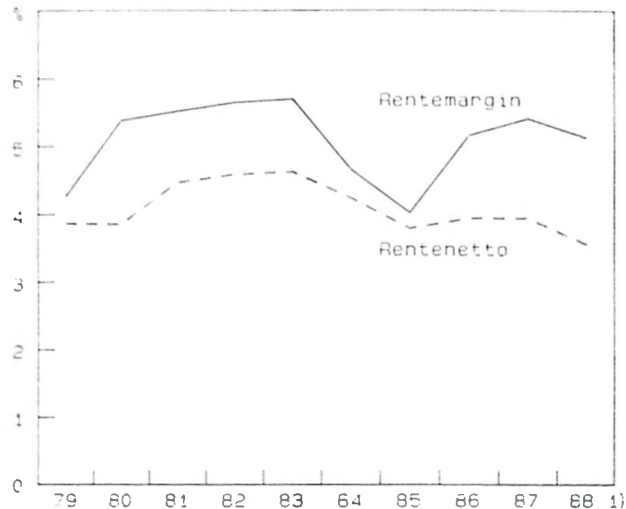
	82	83	84	85	86	87
Gjennomsnittlig forvaltningskapital	17,0	16,9	16,9	18,1	22,4	38,3
Utlån	16,9	16,0	11,4	14,4	26,3	38,8

Kilde: Bank- og kredittstatistikk fra Statistisk Sentralbyrå. Kredittilsynets foreløpige rapport om finansinstitusjoners økonomiske stilling i 1987.

Figur 1. Rentenetto i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital og rentemargin i forretningsbanker



Figur 2. Rentenetto i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital og rentemargin i sparebanker



1) For 1988 er brukt rentemarginen i 1. kvartal, rentenetto for 1. tertial.

Forskjellen mellom forretningsbankenes gjennomsnittlige rentesatser på utlån til publikum og innskudd fra kunder (rentemarginen) har hatt en stigende trend gjennom 1980-årene. En økning i andelen av utlån finansiert i pengemarkedet og en nedgang i andelen ordinære kundeinnskudd har medført at netto rente- og kredittprovisjonsinntekter (rentenettoen) likevel stort sett har vært fallende.

For sparebankene har endringen vært mindre, og både rentenettoen og rentemarginen var i 1987 om lag på samme nivå som tidlig på 1980-tallet.

retningsbankenes andre driftskostnader ble redusert i årene 1983–86. Det avspeiler blant annet strukturendringer på passiva-siden, med et sterkere preg av «engrosvirksomhet». Finansieringsselskapenes andre driftskostnader har også falt etter 1985, men lå i 1987 likevel høyere enn i 1983–84. For sparebankene og kredittforetakene kan man derimot ikke se noen klar tendens til lavere slike kostnader. Totalt sett har utviklingen av andre driftsinntekter og -kostnader ført til bedring av netto andre driftsinntekter for banker og finansieringsselskap fra 1983 til 1986. Forbedringen i netto andre driftsinntekter er imidlertid svakere enn den samtidige forverringen av rentenettoen for alle grupper. Driftsresultat før tap har dermed avtatt etter 1983 både for banker, finansieringsselskap og kredittforetak.

Nærmere om utviklingen i bankenes verdipapir- og valutahandel.

Når finansinstitusjonenes rentenetto synker, er det naturlig å reagere med leting etter andre inntektskilder. I årene 1984–86 fremsto handel med valuta, aksjer og andre verdipapirer som en god inntektsmulighet, og som nevnt lyktes bankene og finansieringsselskapene i å øke slike driftsinntekter i denne perioden.

For sparebankene som gruppe har aksje- og valutatransaksjoner likevel vært av for lite omfang til å bety særlig mye for driftsresultatet. Dette er derimot ikke tilfelle for forretningsbanker. I 1986 utgjorde netto kursgevinst på verdipapirer 11,4% av totale andre driftsinntekter i forretningsbankene.

Forretningsbankenes netto kursgevinst ved omsetning av verdipapirer økte fra 16

mill. kr. i 1979 til 793 mill. kr. i 1985. Denne inntektskilden gikk ned allerede i 1986, for deretter å gi store tap i 1987. Sees perioden 1984—87 under ett, er kursgevinsten likevel positiv og utgjør i snitt 0,16% av gjennomsnittlig forvaltningskapital i perioden.

Tapene på verdipapirhandel i 1987 er en hovedårsak til nedgangen i driftsresultatet for forretningsbankene. Samlet tapte de vel 1,1 milliard kroner på kursendring på verdipapirer. Av dette står DnC alene for nær 900 millioner kroner, men også Bergen Bank, Sunnmørsbanken, Rogalandsbanken, Landsbanken, Oslobanken og Norion Bank hadde betydelige tap (målt i forhold til gjennomsnittlig forvaltningskapital). Bakgrunnen er det sterke fallet i børskursene på «Black Monday» 19. oktober 1987. Eksempelvis falt Dow Jones-indeksen for industriaksjer med 22,6% fra 16. til 19. oktober, mens fallet for Oslo Børs' industriindeks fra 16. til 20. oktober var 27,4%.

For å begrense bankenes eksponering i aksjer setter banklovene en øvre ramme på 4% for bankenes beholdning av aksjer sett i forhold til forvaltningskapitalen. Høsten 1987 var denne grense ennå 2%. Flere forretningsbanker overskred imidlertid 2%-regelen, noe som bidro til å forverre tapene.

Forretningsbankenes nettokursgevinst på valuta holdt seg ganske stabil i perioden 1979—1985. Deretter fulgte en økning i 1986 som henger sammen med devalueringen av kronen i mai dette året. Derimot ble 1987 et dårlig år også for denne inntektsposten.

Økte tap på utlån.

Finansinstitusjonenes tap på utlån var lenge lave og relativt stabile. For forretningsbankene utgjorde de i perioden 1979—85 gjennomsnittlig 0,34% av utlånene, mens tilsvarende tall for sparebankene var 0,14%. Tapene økte noe allerede i 1985 og 1986, men 1987 fremstår som det store tapsåret.

I 1987 utgjorde tapene som andel av utlån 1,36% for forretningsbankene og 0,84% for sparebankene. Enda verre var situasjonen for finansieringsselskapene, der tapsprosenten var hele 3,5%. Tapene er vesentlig knyttet til lån bevilget i 1984—1986. Banker og finansieringsselskap har fremdeles et betydelig tapspotensiale knyttet til utlånene fra denne perioden. Det kan se ut til at tapene i 1988 blir minst like store som i 1987.

Norges Bank har samlet inn regnskaps-tall som viser tapenes fordeling mellom person- og næringslivsmarkedet i 1987. For forretningsbankene var omtrent 88% av tapene knyttet til næringslivet, mens personkunder sto for de resterende 12%. Tilsvarende tall for sparebankene var h.h.v. 85% og 15%. Tabell 9 viser fordelingen av tap på enkelte næringsgrupper i 1987 og fordelingen av utlån på de samme næringer i 1986, som er siste tilgjengelige observasjon. Utlån fordelt på disse næringer har endret seg lite gjennom 1980-årene. Tallene viser at tap som andel av utlån for forretningsbankene var høy innen utenriksjøfart og oljeboring og skjermet industri. Sparebankenes tap var relativt høye innen gruppen engros- og detaljhandel, hotell og restaurant. Forretningsbankene har relativt lave tap innen tjenesteyting, mens jordbruk, fiske og fangst, samt transport, post, sosial- og privat tjenesteyting skiller seg positivt ut for sparebankene.

Kredittilsynet anslår at 1/4 av de bokførte tap i 1987 kan forklares med nye forskrifter for vurdering av misligholdte engasjementer, som innebærer at tap nå må bokføres tidligere enn før. Videre har en del finansinstitusjoner foretatt organisasjonsmessige endringer og noen har skiftet ledelse. Det er mulig at den nye ledelsen velger å rydde opp i utlånsmassen ved å bokføre mest mulig av tapene på den tidligere virksomheten. Selv om man korrigerer for slike regnskapstekniske forhold, må tapene likevel betegnes som store.

Tabell 9 A. Forretningsbanker. Tap og utlån fordelt på næringer

	Tap fordelt på næringer i prosent av totale tap i næringsmarkedet 1987	Utlån fordelt på næringer i prosent av totale utlån i næringsmarkedet 1986
A. Jordbruk, fiske og fangst	7	6
B. Oljevirkosomhet	1	1
C. Skjermet industri	11	5
D. Konkurransutsatt industri og bergverk	16	15
E. Bygg og anlegg, kraft og vannforsyning	5	9
F. Engros- og detaljhandel, hotell og restaurant	23	27
G. Utenrikssjøfart, oljeboring	12	1
H. Tjenesteyting	14	23
I. Transport, post, sosial- og privat tjenesteyting	11	13
Sum	100	100

Tabell 9 B. Sparebanker. Tap og utlån fordelt på næringer

	Tap fordelt på næringer i prosent av totale tap i næringsmarkedet 1987	Utlån fordelt på næringer i prosent av totale utlån i næringsmarkedet 1986
A. Jordbruk, fiske og fangst	15	23
B. Oljevirkosomhet	0	0
C. Skjermet industri	6	4
D. Konkurransutsatt industri og bergverk	13	8
E. Bygg og anlegg, kraft og vannforsyning	8	10
F. Engros- og detaljhandel, hotell og restaurant	34	25
G. Utenrikssjøfart, oljeboring	0	1
H. Tjenesteyting	17	14
I. Transport, post, sosial- og privat tjenesteyting	7	15
Sum	100	100

Kilde: Bankstatistikken. Egen undersøkelse.

Tapsutviklingen må sees i sammenheng med endringene i den økonomiske utvikling og politikk og bankenes tilpasning til dette. Etter dereguleringen av kredittpolitikken i 1984 og 1985 fikk finansinstitusjonene større frihet til å innvilge lånesøknader. Omleggingen av den økonomiske politikken i mer ekspansiv retning fra 1984

førte til en økning i kredittetterspørselen. Høy oljepris, sterk vekst og generell optimisme i store deler av næringslivet, samt sterk inntektsvekst for husholdninger, bidro også til økt etterspørsel etter kreditt. Samtidig ble den fulle fradragsrett for gjeldsrenter beholdt, og rentenivået var i hovedsaken uforandret.

Finansinstitusjonene brukte sin frihet til å øke utlånstilbudet kraftig, og det fant sted en helt ny form for aggressiv markedsføring. Viktige konkurranseparametere i denne situasjonen synes å ha vært rask behandlingstid for lånesøknader og å godta høyere risiko enn før. Bankers og finansieringsselskapers kredittvurdering av lånesøkere var i denne perioden ikke god nok, noe som i ettertid også erkjennes fra institusjonene selv.

Å bidra til å finansiere prosjekter i næringslivet med høy risiko kan være en naturlig del av en finansinstitusjons virksomhet. Institusjonene fulgte i denne perioden imidlertid ikke opp med å variere rentebetingelsene med graden av risiko. Flere banker har således satt renten på lån til nyetableringer i nystartede næringer (f.eks. fiskeoppdrett) mindre enn ett prosentpoeng høyere enn utlån til boliger.

Utlånsbeslutningene ble også i større grad desentralisert uten at man samtidig bygde opp kontrollrutiner som ga den sentrale ledelsen god nok oversikt. Dette har gjort seg sterkest gjeldende i store institusjoner og kan være en forklaring på at de større jevnt over har tappt relativt mer enn de mindre.

Flere banker og finansieringsselskaper har også hatt mangelfulle kontrollrutiner m.h.t. pantsikkerhet og tinglysing hos byeller sorenskriver. Dessuten har oppfølgingen av engasjementer vært for dårlig i mange tilfelle.

I 1987 ble den økonomiske politikken lagt om i mer restriktiv retning. Mange av de nystartede virksomhetene fikk problemer med å opprettholde lønnsom drift under mer normale konjunkturforhold. Antall åpnede konkurser steg med ca. 46% fra 1986 til 1987. Tap som følge av finansiering av risikofylte prosjekter er en normal del av vanlig bankdrift. Bankenes tap i 1987 er imidlertid så høye at de også reflekterer en «sløsing» med arbeidskraft og kapital, i den forstand at disse innsatsfaktorene kunne

vært brukt i lønnsom produksjon i stedet for å bindes opp i virksomhet som etter hvert går konkurs på grunn av dårlig inntjening.

Utviklingen i markedsandeler

Ved liberaliseringen av kredittmarkedet oppsto muligheten for den enkelte finansinstitusjon til å gå aggressivt ut for å øke sine utlån og sin markedsandel. Hvis alle forsøker å øke sin andel av markedet, kan naturligvis ikke alle lykkes i dette. Men hvis «alle andre» ekspanderer, vil den som ikke gjør det få svekket sin posisjon. I en slik situasjon vil den enkelte ofte forsøke å vokse mest mulig, slik at det oppstår en konkurranse om markedsandeler. I denne konkurransen kan finansinstitusjonene velge å prioritere vekst framfor lønnsomhet på kort sikt, fordi en slik strategi antas å kunne gi størst mulig inntjening på lang sikt.

Fordelingen av forvaltningskapitalen mellom store, mellomstore og små institusjoner innenfor gruppene sparebanker, forretningsbanker og kredittforetak har endret seg lite de siste fem år (jf. tabell 10). Finansieringsselskap er et unntak, der de fem største selskapene er blitt relativt mindre, mens de minste nesten har fordoblet sin andel av forvaltningskapitalen.

De siste fem årene har det skjedd betydelige endringer i fordelingen av innenlandsk kreditttilførsel til publikum mellom de ulike gruppene av kredittilbydere (jf. tabell 11). Fra 1983 til 1985 ekspanderte forretnings- og sparebankene kraftig på bekostning av de andre finansinstitusjonene. Dette har sammenheng med at de private bankene tidligere var holdt tilbake gjennom direkte utlånsregulering. Fra 1985 til 1987 observeres så en markant vekst for kredittforetakene og obligasjonsmarkedet, samtidig som banker og finansieringsselskap får svekket sin posisjon. Dereguleringen av kredittforetakenes låneopptak i obligasjonsmarkedet i januar 1985 muliggjorde en slik vekst.

Tabell 10. Prosentvis fordeling av forvaltningskapital innen ulike grupper finansinstitusjoner

	1983	1985	1987
A. Forretningsbankene			
De fire største	84,6%	83,9%	83,4%
De nye norske	0%	1,0%	2,0%
De utenlandske	0%	1,0%	1,8%
De øvrige	15,4%	14,1%	12,8%
Totalt	100,0%	100,0%	100,0%
B. Sparebanker			
Sparebanken ABC (nr. 1 i størrelse)	22,5%	20,9%	22,9%
Nr. 2-5 i størrelse	17,7%	19,3%	20,6%
Nr. 6-18 i størrelse	29,6%	30,3%	29,6%
De øvrige	30,5%	29,4%	26,9%
Totalt	100,0%	100,0%	100,0%
	1984	1985	1987
C. Finansieringsselskapene			
De fem største nr. 6-15 i størrelse	65,3%	62,5%	56,3%
De øvrige	24,4%	25,3%	24,7%
Totalt	10,3%	12,2%	19,0%
D. Kredittforetak			
De tre største	45,9%	44,6%	48,1%
De øvrige	54,1%	55,4%	51,9%
Totalt	100,0%	100,0%	100,0%

Kilde: Bankstatistikken og Norges Bank.

Tabell 11. Innenlandsk kredittilførsel til publikum fra finansinstitusjoner

	1983	1985	1987
Statsbanker	17,8%	7,0%	6,6%
Forretnings- og sparebanker	34,5%	62,5%	49,7%
Finansieringsselskaper	6,4%	3,0%	0,6%
Kredittforetak, obligasjonsmarkedet	23,3%	10,9%	30,1%
Aksjemarkedet	5,8%	7,2%	3,4%
Skade- og livsforsikring, pensjonskasser	12,2%	9,4%	9,6%
Totalt	100,0%	100,0%	100,0%

Kilde: Nasjonalbudsjettet.

Dessuten fant kredittforetakene ved omsetningsgjeldsbrev en annen finansieringskilde for sine utlån.

Totalt sett for perioden 1983—1987 har kredittforetak og forretnings- og sparebanker økt sin andel av innenlandsk kreditttilførsel til publikum, mens statsbanker og finansieringsselskap fikk svekket sin andel.

I løpet av denne femårsperioden har alle de nevnte institusjonene fått redusert sin lønnsomhet, målt ved driftsresultat etter realiserte tap i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Svekkelsen fra 1983 til 1987 er minst for kredittforetakene, med $-0,62$ prosentpoeng. Sparebankene er en god nummer to med $-0,87$ prosentpoeng, mens finansieringsselskapene og forretningsbankene kommer dårligst ut, med h. h.v. $-2,54$ og $-1,78$ prosentpoeng.

Som nevnt er det spesielt i 1987 at kredittforetakene greide å opprettholde sin lønnsomhet bedre enn de andre finansinstitusjonene, noe som henger sammen med små tap. Kredittforetakenes utlån er sentrert om grunnfinansiering av realinvesteringer, som normalt er sikret med første prioritets pantelån innenfor 60—80% av lånetakst, og har dermed en helt annen risiko-profil enn utlånene i mange banker og finansieringsselskap. Generelt bidrar også de meget lave driftskostnader, som følger av selskapenes engros-karakter uten filialnett og betalingsformidling, til god lønnsomhet. Det er også gunstig for kredittforetakene at de har lavere egenkapitalkrav enn banker og finansieringsselskap på samme type utlån. Dessuten har kredittforetakene i motsetning til banker og finansieringsselskap ikke blitt belastet med reservekrav. Alle slike krav ble imidlertid opphevet i løpet av 1987.

Veksten i gjennomsnittlig forvaltningskapital har som nevnt vært svakere i 1987 enn i 1986 for sparebanker og finansieringsselskap, mens det motsatte er tilfelle for forretningsbanker og kredittforetak. En viktig årsak til forretningsbankenes samlede

ekspansjon i 1987 er imidlertid sterk vekst hos Kreditkassen og Bergen Bank. De fleste banker og finansieringsselskap oppga således vekststrategien i 1987, fordi de ikke tåler en ytterligere svekkelse av lønnsomhet og soliditet. Dette er imidlertid ikke tilfelle for kredittforetakene, slik at de har mulighet til å øke sin markedsandel på bekostning av banker og finansieringsselskap.

Vi ser nå at enkelte banker må styrke sin dekning av ansvarlig kapital ved å selge unna en del utlån for å redusere sin balanse. Kredittforetakene har vært kjøpere av disse

lånene, som stort sett er lån med høy sikkerhet (pant i bygninger etc.). Kredittforetakene har i liten grad vært villig til å kjøpe høyrisikolån. Dette trekker i retning av en styrket markedsandel for kredittforetakene på bekostning av bankene, samt en økt risiko på bankenes utlånsmasse i forhold til kredittforetakenes utlån.

Grovt sett kan det se ut til at kredittforetakene er kommet styrket ut av konkurransen som fulgte dereguleringene, mens finansieringsselskap — og i noe mindre grad private banker — er blitt svekket.

Finansiell integrasjon i EF

Amund Utne, spesialutreder i Utredningsavdelingen i Norges Bank

Arbeidet med å gjennomføre det indre marked i EF pågår for fullt. Ikke minst på det finansielle området er det i den senere tid truffet en rekke vedtak som vil åpne kapitalmarkedene og fjerne hindre for utvekslingen av finansielle tjenester mellom landene. Norske myndigheter og norske finansnæringer må forholde seg til denne utviklingen og ta standpunkt til hvilken politikk en vil følge. Utgangen av 1992, som er tidspunktet for gjennomføringen av det indre marked, er i denne sammenheng ikke langt fram. Mange vedtak vil tre i kraft også før denne tid.

Siktemål

I sin hvitbok om fullføringen av det indre marked sikter EF-kommisjonen mot at de indre grenser i Fellesskapet innen 1992 skal opphøre å være reelle hindringer for den frie bevegelse av varer og tjenester, arbeidskraft og kapital. Disse prinsippene ble slått fast allerede i Romtraktaten. Men i praksis har liberaliseringsarbeidet inntil forholdsvis nylig vært konsentrert om å fjerne hindringer for varehandelen mellom landene og å lette mulighetene for å ta arbeid på tvers av landegrensene.

Fremleggelsen av hvitboken har imidlertid ført til at liberaliseringsbestrebelsene nå også konkret er rettet inn mot kapitalmarkedene og mot utvekslingen av finansielle tjenester. Siktemålet er å etablere et felles marked for finansielle tjenester og å gjennomføre full liberalisering av kapitalbevegelsene, blant annet gjennom avvikling av valutareguleringene i medlemslandene. Gjennom disse tiltakene er det kommisjonen vil skape hva den kaller et europeisk finansområde («European Financial Area»).

Motiveringen

Gevinstene ved liberalisering av kapitalmarkedene og av handelen med finansielle tjenester tilsvarer i prinsippet dem som oppnås ved en liberalisering av varehandelen.

Kapitalressursene vil kunne utnyttes bedre og finansielle tjenester vil kunne formidles mer effektivt. Långivere vil kunne plassere sine midler der de gir høyest avkastning, og låntakere vil kunne låne der hvor kreditten er billigst. Det vil skje en tilnærming av rentesatser mellom landene, noe som innebærer en tendens til at det samme godet (kapital) vil ha samme pris. Økt konkurranse i finansmarkedene vil bidra til press nedover på rentemarginene, dvs. redusere forskjellen mellom utlånsrenter og innskuddsrenter. Sammenliknet med fragmenterte nasjonale markeder er det likeledes grunn til å regne med at et stort åpent europeisk forsikringsmarked vil føre til økt konkurranse og reduserte premier, noe som vil komme forsikringstakerne til gode. I det store og hele må en liberalisering av kapitalmarkedene og markedet for finansielle tjenester ses på som en naturlig del av arbeidet med å fullføre det indre marked, hvor det å forbedre tilbudssiden — eller med andre ord ressursbruken i medlemslandenes økonomi — er et av de sentrale målene.

Konsekvenser for politikktutforming

Liberalisering av markedene for finansielle tjenester er ikke ensbetydende med at de skal være frie for offentlige inngrep. Sikkerhet for innskytere og sikkerhet mot sam-

menbrudd av finansinstitusjoner, eller i videre forstand av det finansielle systemet som sådant, må betraktes som offentlige goder. For at disse godene skal kunne bibeholdes kreves det reguleringer. Det må stilles krav til solvens, garanti for innskytternes midler, regnskapsførsel osv. Slike krav kan ses på som analoge til trafikkregler som tar sikte på å forebygge ulykke og skade. Siktemålet innenfor EF er ikke å fjerne trafikkreglene, men å komme fram til regler som er noenlunde samstemte.

Liberalisering av kapitalbevegelsene stiller på sin side krav til og legger klare bindinger på den generelle økonomiske politikken. Koblet med et ønske om stabile valutakurser, fordrer frie kapitalbevegelser en harmonisering av penge- og kredittpolitikken. I sin ytterste konsekvens gir et slikt regime ingen plass for uavhengig nasjonal pengepolitikk. Liberalisering av kapitalbevegelsene reiser altså i høyeste grad spørsmålet om økt koordinering av pengepolitikken. Men selv en økt harmonisering av pengepolitikken fjerner ikke muligheten for ustabilitet og for at akutte problemer kan oppstå i finansmarkedene. Derfor vil det være nødvendig å ha visse beskyttelsesklausuler som medlemslandene i vanskelige situasjoner kan bruke til å gjeninnføre midlertidige restriksjoner på kapitalbevegelsene.

Liberalisering av kapitalbevegelsene reiser også spørsmål av skattemessig natur både hva angår diskriminerende praksis mellom innlendingers og utlendingers kapitalplasseringer, virkninger på ressursallokeringen og på skatteunndragelser. Et annet forhold er at finans- og kapitalmarkedene i stor grad er av global natur. Finansiell liberalisering innenfor EF kan derfor ikke ses avsondret fra relasjonene til andre land.

Hva det tas sikte på

Finansielle tjenester.

Regulering av finansielle tjenester omfatter i hovedsak tre områder:

- bankvirksomhet
- forsikring
- verdipapirhandel

Et bærende prinsipp i reguleringslovgivningen er at tilsynsvirksomheten skal være basert på såkalt hjemlandskontroll («home country control»). Det innebærer at hovedansvaret for tilsynet med en finansinstitusjon skal hvile på myndighetene i det landet hvor institusjonen har sitt hovedkvarter. En dansk bankfilial i Tyskland skal således stå under danske myndigheters kontroll og vice versa. Dette prinsippet innebærer at man har valgt et desentralisert system i den forstand at det ikke vil være snakk om å utarbeide fullstendig ensartede regler som skal gjelde for hele EF-området. Man baserer seg altså på prinsipielt sett ulike nasjonale regler. Reglene og tilsynspraksis kan imidlertid ikke avvike for mye fra hverandre. Det er lett å tenke seg at et land ikke ville akseptere etablering av utenlandske finansforetak under et annet lands tilsyn dersom dette tilsynet ble ansett for å være lemfeldig. Det legges derfor opp til en *gjensidig godkjenning* av hverandres regler og tilsyn. En slik prosedyre fordrer naturligvis at reglene og praktiseringen av dem ikke er altfor forskjellige, med andre ord kreves det en viss grad av harmonisering, særlig av hva som betraktes som helt vesentlige tilsynsregler.

En annen sak er at over tid vil det kunne oppstå et press for økt harmonisering av tilsynsreglene. Regler som i utgangspunktet er forskjellige, vil under et ellers liberalt system kunne føre til konkurranseforvridninger. Det vil således kunne oppstå en «konkurranse» mellom ulike nasjonale regelverk og et økonomisk press i retning

av økt harmonisering. En slik utvikling ville for eksempel kunne oppstå dersom et land la strengere egenkapitalkrav til grunn for sine finansinstitusjoner enn hva som ellers vil være satt som minimumskrav.

Selv om prinsippet om hjemlandskontroll skal være det rådende innen reguleringen av finansielle tjenester, legges det opp til at vertslandets myndigheter også skal kunne utøve en viss kontroll. Slik kontroll skal imidlertid ikke kunne utøves på en diskriminerende måte, og tiltak vil bare være akseptable dersom fundamentale nasjonale krav om finansiell kontroll, konkurransefrihet og forbrukerbeskyttelse er truet.

Overfor finansinstitusjoner i tredjeland og deres muligheter til å etablere seg innenfor EF, har Kommisjonen gitt uttrykk for en liberal holdning. Det er imidlertid grunn til å regne med at harmonisering av tilsynsregler og -praksis vil måtte finne sted etter noenlunde samme retningslinjer som de som er foreslått gjort gjeldende innenfor EF. Det er også verdt å merke seg at Kommisjonen har anmodet medlemslandene om å nekte tredjelands banker å etablere seg innenfor EF dersom ikke EFs banker oppnår lignende rettigheter i de landene det gjelder.

For *bankvirksomhet* innebærer for øvrig de forslag som EF-kommisjonen har fremmet, at enhver bank i EF vil ha adgang til å etablere virksomhet og å utøve tjenester hvor som helst i Fellesskapet. Kravene er kun at hovedkontoret skal tilfredsstillе hjemlandets regler for konsesjon, kontroll og sikkerhetskrav, og at tjenestene skal oppfylle de formkrav som stilles i hjemlandet. Lisen til å drive bankvirksomhet i et medlemsland skal automatisk gi samme rett i alle andre medlemsland. Enhver EF-borger skal ha adgang til å velge i hvilken bank innen EF han vil gjøre innskudd, oppta lån eller få utført andre banktjenester. Mulighetene til å benytte disse rettighetene vil avhenge av at kapitalliberaliseringene gjennomføres som planlagt.

Det arbeides med å fremme forslag til solvenskrav, definisjon av egenkapital i bankvesenet, grenser for hvor store enkeltengasjementer bankene kan påta seg osv. Dette arbeidet ses blant annet i lys av og søkes koordinert med lignende arbeid som utføres i et bredere internasjonalt perspektiv i regi av Den internasjonale oppgjørsbanken (BIS) i Basel. Som en del av EFTA/EF-samarbeidet er det satt ned en arbeidsgruppe som har begynt en informasjonsutveksling om de samme problemområdene mellom EFTA-landene og EF-kommisjonen.

Mens tilsynet med bankene i hovedsak skal være hjemlandets ansvar, skal likviditetsovervåkingen og det fulle ansvar for gjennomføring av pengepolitikken ligge på de ansvarlige myndigheter i vertslandet. Disse vil også kunne gjennomføre tiltak spesielt med sikte på å forebygge problemer som kan oppstå for banker og andre kredittinstitusjoner som følge av generelle tilbakeslag eller krakk på verdipapirmarkedene.

Kommisjonen har også utferdiget retningslinjer for betalingsformidling og samarbeider blant annet med de europeiske standardiseringsorganisasjoner (CEN og CENELEC) med sikte på å oppnå felles standarder innen dette området.

For *forsikring* er det stor grad av etableringsfrihet i EF-området, men nasjonale reguleringer av forsikringsvirksomhet varierer betydelig. Stort sett er det ikke tillatt å markedsføre forsikringstjenester i andre land enn der hvor et selskap er etablert.

Arbeidet med å liberalisere forsikringstjenestene har stått i stampe i flere år, men sist desember kom EFs ministerråd fram til en felles stillingstagen til et skadeforsikringsdirektiv som nå er forelagt Europaparlamentet. En åpning av forsikringsmarkedene, som direktivet sikter mot, innebærer at et forsikrings-selskap i EF skal kunne tegne forsikringskontrakter hvor som helst i hele

EF-området uten å være nødt til å etablere datterselskaper eller kontorer i hvert enkelt land. Sett fra forsikringstagernes side vil de tilsvarende ha tilgang til forsikringstjenester tilbudt innenfor hele EF-regionen.

I det foreslåtte direktivet er det skilt mellom såkalte store risikoer («large risks») og masserisikoer («mass risks»). Den første type angår større forsikringskontrakter inngått av store selskaper og næringsdrivende. For denne type forsikring tas det sikte på et liberalt regime uten for mange restriksjoner. For den andre type forsikring, hvor hensynet til forbrukerbeskyttelse er langt mer fremtredende, vil strengere reguleringer og krav til forsikringsselskapene være påkrevet. Politikken på dette området er i stor grad basert på en beslutning av Europadomstolen i 1986.

Domstolen slo fast at mindre forsikringstagere trengte en sterkere beskyttelse gjennom lov- og regelverket, og videre at de forskjellige lands myndigheter kunne fortsette å utøve egne, og svært varierende bestemmelser i så måte. Betingelsen er bare at det ikke skjer noen diskriminering mellom ulike selskaper og mellom ulike klienter. I realiteten betyr dette at det for tiden ikke er noe felles marked for masserisikoforsikringer. Domstolen påla imidlertid Kommisjonen å utrede nærmere i hvilken utstrekning det ville være hensiktsmessig å harmonisere reglene for utøvelse av forsikringsvirksomhet og i hvilken utstrekning det ville være aktuelt å basere et fremtidig mer integrert forsikringsmarked på prinsippet om gjensidig godkjenning av de enkelte lands regelverk. Dessuten skulle skillelinjen mellom store og masserisikoforsikringer klarere defineres. EFs råd har ganske nylig kommet fram til enighet om retningslinjer på disse områdene.

Det kan ellers legges til at reforsikringer er nærmest fullstendig liberalisert. Det gjelder også i forholdet mellom EF og tredjeland. Kommisjonen planlegger å legge fram forslag til retningslinjer også for livsforsik-

ring. Foreløpig er det uklart hva disse retningslinjene mer konkret vil gå ut på.

Sveits har forhandlet om en avtale med EF-kommisjonen hvor sveitsiske skadeforsikringsselskaper skal kunne drive virksomhet i EF på samme betingelser som EF-selskaper. Basert på prinsippet om gjensidighet («reciprocity») skal selskaper i EF-landene kunne ha tilsvarende rettigheter i Sveits. Avtalen er ennå ikke kommet i havn på grunn av problemstillinger som vil kunne reise seg i forbindelse med fremtidige endringer i gjeldende lovgivning. (Dette problemet er interessant for så vidt som det berører spørsmålet om i hvilken grad et tredjeland kan ha mulighet for å påvirke fremtidig lovgivning i Fellesskapet og vice versa.)

For *verdipapirhandelen* er flere tiltak allerede gjennomført med sikte på å beskytte investorer og sparere, bedre oversikten over hvordan markedene fungerer og øke muligheten for verdipapirer til å bli notert på ulike børser. Det er blant annet utarbeidet regler for hvilke krav som skal stilles i forbindelse med at verdipapirer skal få adgang til å bli børsnotert. Det arbeides med å knytte børsene nærmere sammen. Det er fremmet forslag vedrørende kjøp og salg av store aksjeposter, vedrørende regler for innsidehandel osv. Såkalte kollektive verdipapirfond er underlagt felles regler, slik at sparere i Fellesskapet skal oppnå samme sikkerhet og fondene skal kunne operere uten hinder av nasjonale bestemmelser. Kommisjonen forbereder videre et utkast til direktiv for meglervirksomhet og porteføljebestyrelse. Tankegangen bak disse ulike initiativene er å skape et felles marked også for verdipapirhandelen. Som på andre områder baserer en seg også her på harmonisering av regelverket i den utstrekning det er nødvendig, men ellers på prinsippet om gjensidig godkjenning av regelverk og tilsynspraksis.

Kapitalbevegelser.

Som allerede nevnt er det EFs siktemål å gjennomføre en full liberalisering av kapitalbevegelsene. Den første del av en handlingsplan for å gjennomføre dette er allerede satt ut i livet. Et forslag til andre trinn i prosessen ble nylig vedtatt av EFs ministerråd. Dette vedtaket innebærer at de gjenværende valutareguleringer skal være avvirket senest innen 1. juli 1990. For Spania, Irland, Portugal og Hellas er det innrømmet en noe lengre overgangstid. I de to første landene er tidsfristen for avviklingen av gjenstående reguleringer satt til utgangen av 1992, for de to siste til utgangen av 1995. Enkelte land, som Tyskland og Storbritannia, avvirket sine valutareguleringer allerede for noen år siden.

I det forslaget som nettopp er vedtatt av ministerrådet, er det innarbeidet en unntaksklausul som kan påberopes for å gjeninnføre restriksjoner på kortsiktige kapitalbevegelser dersom disse i «alvorlig grad setter et lands penge- eller valutakurspolitikk i fare». Det er også utferdiget forslag til prosedyrer for hvordan beskyttelsesklausulen skal kunne utøves. Etter å ha rådført seg med angjeldende komitéer («Monetary Committee» og «Committee of Governors of the Central Banks») skal Kommisjonen kunne godkjenne at begrensende tiltak settes i verk. I en krisesituasjon skal det også kunne være mulig for et medlemsland å iverksette tiltak på egenhånd. I så tilfelle er det pliktig til å informere Kommisjonen og de andre medlemslandene. Kommisjonen, og i siste omgang Rådet, vil kunne avgjøre hvorvidt tiltakene eventuelt skal endres eller oppheves. Ikke i noe tilfelle vil et tiltak kunne ha en varighet ut over seks måneder.

Det er også foreslått å styrke Fellesskapets mellomlangtsiktige kredittordninger både ut fra behovet for støtteordninger i forbindelse med betalingsbalansevanskeligheter og i forbindelse med problemer som kan forårsakes av liberaliseringen av kapitalbevegelsene.

Liberalisering av kapitalbevegelser og liberalisering av finansielle tjenester henger naturlig nok nær sammen. Ved siden av hensynet til beskyttelse av sparere og innskyttere og hensynet til solvens og stabilitet i finansinstitusjonene, legger Kommisjonen vekt på at konkurranseforholdene i finansmarkedene skal være ensartede og at markedsaktørene skal ha en rimelig god informasjonstilgang. For å kunne imøtekomme disse ulike kravene er det Kommisjonens hensikt innen utgangen av året å presentere endelige forslag til fjerning av gjenstående hindre for etablering og utøving av finansiell tjenestevirksomhet, til harmonisering av tilsynsregler overfor kredittinstitusjonene og til sikring av likeartede standarder hva angår informasjonstilgang og beskyttelse av brukerne av finansielle tjenester.

Overfor tredjeland tas det sikte på samme grad av åpenhet som mellom medlemslandene. Det er slått fast av Kommisjonen og av den pengepolitiske komité («Monetary Committee») at liberaliseringen av kapitalbevegelsene skal skje «erga omnes». Det vil si at det ikke skal være grunnlag for å diskriminere mellom juridiske personer innenfor og utenfor Fellesskapet. Men for at Fellesskapet eller enkelte av medlemslandene skal kunne stå sterkere i forhandlinger med tredjeland med sikte på gjensidige innrømmelser hva angår frigjøring av kapitalbevegelser, og også for å kunne iverksette visse beskyttelsestiltak overfor tredjeland, er det foreslått at et slikt prinsipp ikke gjøres legalt bindende. I realiteten vil det være mulig for EF-landene å innføre et mer liberalt regime internt enn overfor tredjeland.

Angående beskatningsspørsmål knyttet til programmet for kapitalliberaliseringen har Kommisjonen tatt opp fire temaer som er under vurdering. Det er:

- harmonisering av selskapsbeskatningen
- skatteunndragelser

- nasjonale skatteregler som på en diskriminerende måte stimulerer til investeringer i nasjonale verdipapirer
- restriksjoner som er pålagt pensjonsfonds plasseringsmuligheter

For å unngå uheldige allokeringseffekter har Kommisjonen tatt til orde for en tilnærming av de nasjonale systemer for selskapsbeskatningen. Det gjelder både skattegrunnlaget og skattesatsene. Innen utgangen av året vil det bli lagt fram en hvitbok om disse spørsmålene.

Kommisjonen erkjenner at en fullstendig kapitalliberalisering øker risikoen for skatteunndragelse, særlig av kapitalinntekter. Risikoen for at slik unndragelse skal kunne skje, anses større for renteinntekter enn for aksjeutbytte. Grunnen er at aksjeutbytte i de fleste medlemsland blir beskattet ved en kildeskatt oppkrevd av selskapene. Bare få land har lignende beskatning av renteinntekter. Mot denne bakgrunn er mulighetene for en mer generell kildeskatt også på renteinntekter nevnt. En annen mulighet som er omtalt, er å pålegge bankene strengere krav til å informere ligningsmyndighetene om skattebetalernes renteinntekter. Av de to mulighetene, som ikke gjensidig utelukker hverandre, er Kommisjonen av den oppfatningen at den siste kan ha større sjanser til å lykkes. Noen nærmere konkretisering av tiltak er imidlertid ikke utarbeidet ennå.

For de to siste områdene, skatteregler som stimulerer investeringer i innenlandske verdipapirer og reglene for investering av midlene i pensjonsfond, er det heller ikke utarbeidet nærmere forslag.

Det har også vært en diskusjon om beskatning av forsikringspoliser. Den videre behandling av dette spørsmålet vil komme opp i forbindelse med diskusjonen av en bredere skatte- og avgiftsharmonisering i Fellesskapet.

Valutakurssamarbeidet.

I hvitboken om det indre marked er det uttrykt at pris- og valutakursstabilitet er helt vesentlige betingelser for at dette markedet skal kunne fungere på en tilfredsstillende måte. Valutakurssamarbeidet i regi av det europeiske monetære system (EMS) har da også bidratt til økende kursstabilitet mellom de landene som deltar i dette samarbeidet. Frigjøring av kapitalbevegelsene bringer imidlertid en ny dimensjon til dette arbeidet. Grunnleggende sett innebærer faste valutakurser og frie kapitalbevegelser at det ikke er noen mulighet for å drive en uavhengig nasjonal pengepolitikk. I særlig grad gjelder dette for små land som har liten mulighet til å påvirke internasjonale penge- og valutaforhold. For slike land vil rentenivået i utlandet være gitt. Pengepolitikken må innrettes på å holde valutakursen fast og å sørge for at valutaresservene holder seg på et akseptabelt nivå.

Nå er det ikke slik at valutakurssamarbeidet innenfor EMS er et fastkurssystem i absolutt forstand. Kursene er faste, men justerbare over tid. Dette faktum, og også det forhold at selv med frie kapitalbevegelser vil det være visse tregheter i kapitalmobiliteten, gjør at konklusjonene ovenfor angående pengepolitikken må modifiseres noe. Det som imidlertid er klart, er at et fastkurssystem slik EMS representerer, koblet med åpne kapitalmarkeder, vil stille økende krav til koordinering og tilpasning av pengepolitikken mellom medlemslandene. En forsterkning av samarbeidet innen EMS og en frigjøring av kapitalbevegelsene kan sies å utfylle hverandre. På den ene side kan kapitalliberaliseringen gjennomføres fordi valutakurssamarbeidet støtter opp under kursstabiliteten. På den andre siden krever liberaliseringen økt samordning av pengepolitikken og følgelig et forsterket samarbeid i EMS.

For å møte de utfordringene liberaliseringen av kapitalbevegelsene stiller (og også på bakgrunn av hva som ellers har skjedd i

Hvordan bør valutareservene plasseres?

Sigbjørn Atle Berg, forsker i Utredningsavdelingen i Norges Bank

Avveining mellom avkastning og risiko er et sentralt hensyn ved forvaltning av valutareservene. Ved hjelp av en enkel porteføljemodell diskuterer vi hvordan risikoen best kan reduseres ved diversifisering på ulike valutaer og ulike løpetider. Vi finner blant annet at diversifisering på valutslag er viktigere enn diversifisering på løpetider.

Innledning

Norges Bank har ansvaret for hvordan de norske valutareservene skal plasseres. Reservene er nå blitt svært store, og forvaltningen av dem er en tilsvarende viktig oppgave. Ved valg mellom plasseringsalternativer tas det svært mange hensyn, også politiske hensyn som en privat investor ikke behøver å ta. Men som for en privat investor, er hensynet til avkastning og risiko sentralt også for Norges Bank. I denne artikkelen skal vi presentere en analyse av denne siden ved forvaltningen av valutareservene.

Tidligere i år presenterte professor Cornelius Schilbred sin porteføljemodell CUMIX (Schilbred 1988) i Norges Bank. Denne modellen er laget for å analysere private investeringer og låneopptak i valuta. Vi fant at en tilsvarende modell kunne være av interesse for arbeidet med plassering av de offisielle valutareservene.

En slik modell er utviklet av Kjell Gunnar Bleivik og Sigbjørn Atle Berg i bankens utredningsavdeling, i samråd med bankens investeringskomité. En versjon som bare behandlet reservenes fordeling på valuta ved gitt løpetid, har allerede vært brukt som et hjelpemiddel for investeringskomitéens arbeid. Senere er modellen utvidet til også å omfatte valg mellom løpetider. Her presenterer vi denne siste versjonen.

Lignende modeller er utarbeidet i andre land. For eksempel er en finsk modell presentert i Lehmuusaari (1983) og en dansk modell i Budgetdepartementet (1988).

Modellformulering

Modellen er et eksempel på klassisk ES-analyse av porteføljvalg, som først foreslått av Markowitz (1952). ES står for expectation and standard deviation, dvs. forventet avkastning og standardavvik på avkastningen. Standardavviket er et statistisk mål for spredningen mellom de mulige resultatene, eller med andre ord risikoen.

Analysen foregår i to trinn. I første trinn prøver vi å fastlegge empirisk hvilke kombinasjoner av forventet avkastning og risiko det er mulig å oppnå, og hvilke porteføljer som er effisiente i den forstand at forventet avkastning er størst mulig for gitt nivå på risikoen. I annet trinn velger vi mellom de effisiente porteføljene på grunnlag av de to egenskapene forventet avkastning og risiko.

I denne artikkelen vil vi legge hovedvekten på første trinn. Vi ser på den avkastning valutareservene gir i form av renter, i form av kursendringer på verdipapirer og i form av valutakursendringer. Og vi gir anslag for risikoen på grunnlag av historiske erfaringer.

Hvordan skal avkastningen av valutareservene måles?

To spørsmål må besvares før vi kan gå videre: I hvilken valuta eller valutaer skal vi måle avkastningen? Og hvor lang tidshorison skal vi velge for investeringsperioden?

For en privat norsk investor er det ofte naturlig å måle avkastningen i norske kroner, fordi han vil bruke avkastningen til å etterspørre goder med priser notert i norske kroner. For sentralbanken er det derimot meningsløst å bruke norske kroner som målestokk. Da ville jo størst mulig avkastning kunne oppnås ved å depresiere kronen mest mulig.

Også for sentralbanken er det imidlertid naturlig å ta utgangspunkt i hva avkastningen skal brukes til. Reservene er pr. definisjon til beredskap for krisesituasjoner, og vi ønsker at de skal være mest mulig verdt da.

Hva slags krisesituasjoner skal vi ha i bakhodet? Det er kanskje mest nærliggende å tenke på behov for intervensjoner i valutamarkedene. Men vi kunne også tenke på finansiering av import til norsk økonomi. I begge situasjoner er det ønskelig med reserver som er mest mulig verdt i flere valutaer. Men det gis ikke noe klart svar på hvilken vekt de ulike valutaer skal ha ved vurderingen.

Vi velger litt vilkårlig å vurdere avkastningen i forhold til en indeks med samme sammensetning som kronekurven.

Dersom kroneindeksen blir holdt konstant, vil dette være det samme som å måle i norske kroner. Dette valget har den pedagogiske fordel at avkastningen slik den fremtrer i Norges Banks regnskap enkelt kan deles i en del som skyldes internasjonale valutakurssvingninger (og som vi skal se på), og en del som skyldes kursutviklingen for norske kroner.

Valget av tidshorison for investeringsperioden må bli skjønnsmessig. Vi velger ett år siden dette er Norges Banks regnskaps-

periode. Men andre valg kan være like naturlige.

Både valg av tidshorison og valg av valutaindeks har stor betydning for de anbefalinger modellen vil gi. Dette kan illustreres ved å se på hvordan en risikofri portefølje må være sammensatt. For å eliminere valutarisiko må porteføljen ha en sammensetning som svarer til den indeks vi måler avkastningen mot. For å eliminere kursrisikoen på verdipapirer må plasseringene ha en løpetid lik tidshorisonen for våre vurderinger. Ovenfor har vi altså implisitt definert en portefølje av ett års papirer med valutafordeling lik kronekurven som risikofri.

Hvilke investeringsmuligheter har vi?

De norske valutaeservene er plassert i et relativt lite antall valutaer, og hovedtyngden er fordelt på bare fire valutaer. Det er amerikanske dollar (USD), tyske mark (DEM), japanske yen (JPY) og britiske pund (GBP). I modellen tar vi derfor bare med disse hovedvalutaene som mulige plasseringsalternativer.

Plasseringene i disse valutaene er i praksis fordelt på en rekke løpetider, fra svært korte til svært lange. I modellen representerer vi dette spekteret med tre mulige løpetider, nemlig 3 måneder, 3 år og 10 år.

Modellen inneholder dermed 12 plasseringsalternativer. Merk at utvalget av mulige plasseringer ikke er stort nok til at vi kan velge den risikofrie porteføljen vi kom fram til i forrige avsnitt. Den viktigste begrensningen ligger i at det ikke er mulig å plassere i alle de valutaene som inngår i kronekurven.

Anslag for risiko

Risikoen ved en portefølje måler vi ved spredningen, eller standardavviket, på avkastningen. For å kunne beregne dette må vi kjenne standardavviket på avkastningsraten av hvert enkelt papir som inngår i

porteføljen, og vi må kjenne korrelasjonskoeffisientene, som er et mål for samvariasjonen mellom avkastningsratene på de ulike papirene¹⁾. Disse opplysningene har vi ikke, men vi kan lage anslag på grunnlag av tidligere variasjoner i avkastningsratene.

Vi velger å se på 10 uavhengige observasjoner av faktiske årlige avkastningsrater. De anslag som presenteres i denne artikkelen bruker perioden fra mai 1978 til mai 1988. Vi forutsetter dermed implisitt at valutakurser og renter vil variere like mye og samvarierte på samme måte i den nærmeste framtid som de faktisk har gjort de ti siste årene. Dette kan meget vel være galt, men bedre informasjonskilder enn forhistorien har vi ikke.

Tabell 1 viser estimerte standardavvik. For alle løpetider inneholder standardavviket samme valutakursrisiko, siden avkastningen jo alltid måles etter ett år. Men renterisikoen er forskjellig for løpetidene. For 3 måneders plasseringer er det usikkerhet om hva renten vil være ved replasering tre ganger. For 3 års og 10 års plasseringer er det usikkerhet om hva renten, og dermed verdipapirkursen, vil være om ett år.

Risikoen øker stort sett med løpetiden. Men ved plasseringer i USD og GBP er økningen i risiko liten. Det vil si at valutakursrisikoen dominerer for disse valutaene, mens renterisikoen er beskjeden. Ved plasseringer i DEM og JPY er renterisikoen relativt større, og langsiktige plasseringer blir betydelig mer risikable enn kortsiktige.

Tabell 2 viser samvariasjonen målt ved korrelasjonskoeffisientene mellom avkastningsrater i ulike valutaer. For plasseringer med 3 måneders løpetid dominerer effekten av ulik utvikling i valutakursene, slik at korrelasjonskoeffisientene mellom avkastningsratene stort sett blir negative. Det er

¹⁾ Korrelasjonskoeffisienter kan anta verdier mellom -1 og 1. Verdien 1 angir full samvariasjon i samme retning, mens -1 angir full samvariasjon i motsatte retninger. Verdien 0 betyr ingen samvariasjon i det hele tatt.

Tabell 1. Standardavvik for avkastningsratene for de tolv plasseringsalternativene

Valuta	Løpetid		
	3 måneder	3 år	10 år
USD	13,74%	14,50%	17,11%
DEM	5,25%	9,31%	13,69%
JPY	9,44%	13,03%	15,39%
GBP	6,81%	5,86%	7,79%

Tabell 2. Korrelasjonskoeffisienter for plasseringer i fire valutaer

3 måneders papirer				
	USD	DEM	JPY	GBP
USD	1,00			
DEM	-0,80	1,00		
JPY	0,15	-0,26	1,00	
GBP	0,10	-0,36	-0,44	1,00
3 års papirer				
	USD	DEM	JPY	GBP
USD	1,00			
DEM	-0,02	1,00		
JPY	0,12	0,01	1,00	
GBP	-0,04	-0,54	0,22	1,00
10 års papirer				
	USD	DEM	JPY	GBP
USD	1,00			
DEM	0,35	1,00		
JPY	0,20	0,38	1,00	
GBP	0,38	-0,02	0,12	1,00

hva vi må vente når valutakursene måles i forhold til en indeks der alle fire valutaer har betydelig vekt.

For plasseringer med 10 års løpetid er derimot avkastningsratene stort sett positivt korrelert. Det skyldes at rentenivåene i de fire landene oftest beveger seg i samme retning. Det er altså mindre å vinne i redusert

Tabell 3. Korrelasjonskoeffisienter for plasseringer i ulike løpetider

USD			
	3 mnd.	3 år	10 år
3 mnd	1,00		
3 år	0,79	1,00	
10 år	0,51	0,91	1,00
DEM			
	3 mnd.	3 år	10 år
3 mnd	1,00		
3 år	0,86	1,00	
10 år	0,76	0,97	1,00
JPY			
	3 mnd.	3 år	10 år
3 mnd	1,00		
3 år	0,97	1,00	
10 år	0,85	0,92	1,00
GBP			
	3 mnd.	3 år	10 år
3 mnd	1,00		
3 år	0,54	1,00	
10 år	0,04	0,73	1,00

risiko ved diversifisering på ulike valutaer hvis plasseringene skal ha lang løpetid.

Plasseringer med 3 års løpetid ligger i en mellomstilling med både positive og negative korrelasjonskoeffisienter for avkastningsratene.

Tabell 3 viser korrelasjonen mellom papirer med ulike løpetider, men i samme valuta. Vi ser at avkastningsratene er sterkt positivt korrelert. Årsaken er at den felles valutakursrisikoen betyr så mye i forhold til renterisikoen. Det er altså relativt mindre diversifiseringsgevinst ved å spre plasseringene over ulike løpetider enn ved å spre dem over ulike valutaer.

Den «nøytrale» porteføljen

Som nevnt er det i denne modellen ikke mulig å finne en portefølje med helt sikker

avkastning. Men vi kan finne den porteføljen som har minst standardavvik på avkastningen. Vi kaller dette den nøytrale porteføljen. Sammensetningen vi kommer fram til er vist i tabell 4. Vi ser at porteføljen har en valutasammensetning som omtrent svarer til de vektorer valutaene pleier å få når vi lager en forenklet kronekurv. Videre ser vi at 86,9% av porteføljen er plassert i 3 måneders papirer. Det har sammenheng med at avkastningsrisikoen er mindre ved slik plassering enn ved plassering i 3 og 10 års papirer, se tabell 1. Bare i JPY er det meste plassert i 10 års papirer. Det skyldes særlig at avkastningsraten på 10 års JPY er sterkt negativt korrelert med avkastningsraten for 3 måneders GBP. Vi oppnår altså en diversifiseringsgevinst ved å plassere i 10 års JPY framfor 3 måneders JPY.

Menyen av effisiente porteføljer

Den nøytrale porteføljen har det minst mulige standardavvik på avkastningsraten. Forventet avkastning har fått bli hva den vil. Ønsker vi høyere forventet avkastning enn det den nøytrale porteføljen gir, må vi også akseptere høyere standardavvik. For å kunne si noe om denne avveiningen, må vi se nærmere på forventet avkastning.

Som rentesatser ved starten av investeringsperioden bruker vi de rentesatser som ble notert 28. juli (se tabell 5). Vi forutsetter videre at forventede renteendringer innen

Tabell 4. Sammensetningen av den nøytrale porteføljen. (Det vil si den med minst standardavvik)

Valuta	Løpetid			Sum
	3 mnd.	3 år	10 år	
USD	12,7%			12,7%
DEM	42,2%	2,4%		44,6%
JPY		0,7%	10,2%	10,9%
GBP	31,9%			31,9%

tidshorisonten på ett år er null, og at forventede valutakursendringer også er null. Dette er forutsetninger som stemmer med hovedtyngden av de empiriske studier som er gjort av rente- og valutakursutvikling: Det er vanskelig å finne en bedre prediktor for renter og kurser om ett år enn dagens renter og kurser. Se for eksempel Meese and Rogoff (1983).

Figur 1 viser menyen av effisiente porteføljer. En portefølje er effisient når standardavviket er minst mulig for gitt krav til forventet avkastning. Langs denne menyen kan vi velge forventede avkastningsrater mellom 7,41%, som den nøytrale porteføljen gir, og 10,81%, som er høyeste rente på noen plassering. Standardavviket øker samtidig fra 1,09% til 6,81%.

Tabell 6 viser hvordan noen av disse effisiente porteføljene er sammensatt. Vi ser at krav om høyere forventet avkastning oppfylles ved at porteføljene får større andeler av høyrentevalutaer og mindre andeler av lavrentevalutaer. Således går andelen plassert i JPY mot null, mens GBP etter hvert blir den dominerende valutaen i porteføljene.

Vi legger merke til at de effisiente porteføljene lenge er diversifisert over valutaer, mens diversifisering over løpetider er mer beskjeden. Det henger sammen med at det er mer å vinne på diversifisering over valutaer, se avsnittet om anslag for risiko ovenfor.

Hvilken av de effisiente porteføljene bør vi velge? La oss anta at avkastningsraten for hver portefølje har en slik sannsynlighetsfordeling som i statistisk terminologi kalles normal. Dette er trolig en bra tilnærming. Da kan vi angi sannsynligheter for ulike avkastningsverdier for hver portefølje. Slike sannsynligheter har vi bedre intuitiv føling med enn tallparet forventning/standardavvik.

Vi vil se på sannsynligheten for negativ realavkastning i løpet av ett år, og bruke denne sannsynligheten til å vurdere hvor

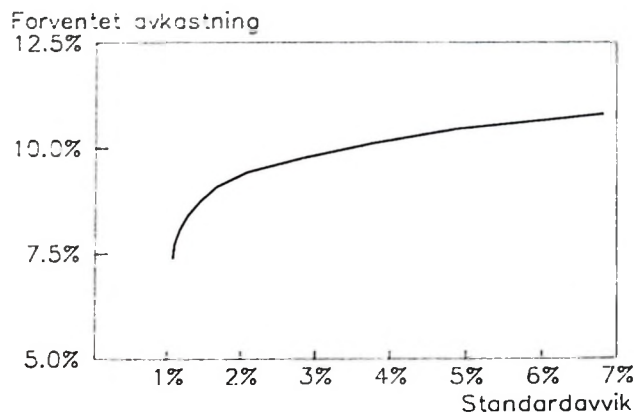
Tabell 5. Rentesatser pro anno pr. 28. juli 1988

Valuta	Løpetid		
	3 mnd.	3 år	10 år
USD	8,38%	8,75%	9,36%
DEM	5,19%	5,93%	6,92%
JPY	4,50%	4,55%	5,28%
GBP	10,81%	10,12%	10,03%

langt vi vil gå langs menyen. Vi trenger da et anslag for forventet årlig inflasjonsrate i kurvlandene. Vi bruker det veide gjennomsnittet av inflasjonsratene for 1987, som var 3,1%.

Anta for eksempel at vi krever mindre enn 0,1% sannsynlighet for negativ realavkastning i løpet av ett år. For en normalfordelt variabel innebærer et slikt krav at forholdstallet mellom forventet realavkastning (nominell avkastning minus inflasjonsraten) og standardavviket må være minst 3,10. Menyene viser at vi i så fall skal plassere omtrent 4% av reservene i 3 måneders USD, 1% i 3 års USD, 19% i 10 års DEM, 7% i 10 års JPY, 53% i 3 måneders GBP og 16% i 3 års GBP. Porteføljen er mer diversifisert over valutaer enn over løpetider. I DEM og JPY plasserer vi bare til den lø-

Figur 1. Menyene av effisiente porteføljer



petid som gir høyest rente, mens andelen i GBP er så høy at noe også blir plassert til nest høyeste rente. I USD plasserer vi derimot til de laveste rentene. Det skyldes at diversifiseringsgevinsten er større ved kort løpetid enn ved lang.

Anta at vi er dristigere og aksepterer inn-til 5% sannsynlighet for negativ realavkastning. Da kan forholdstallet mellom forventet realavkastning og standardavviket være så lavt som 1,64. Menyen viser at vi da skal plassere omtrent alle reservene i GBP; 70% i 3 måneders papirer, 3% i 3 års papirer og 16% i 10 års papirer. Resten skal fordeles med 6% i 10 års USD og 5% i 10 års DEM. Ingenting skal plasseres i JPY.

Disse eksemplene tyder på at vi bør gå langt i retning av å konsentrere plasseringene i høyrentevalutaen GBP. Men vi må huske at beregningene forutsetter forventninger om uendrede valutakurser. Små justeringer av denne forutsetningen vil gjøre større utslag i porteføljesammensetningen.

På lang sikt har det vist seg at valutaer med høyt rentenivå også har en stor gjennomsnittlig depresieringsrate. Vi må derfor regne med at et høyt rentenivå delvis gjen-speiler forventninger om depresiering av vedkommende valuta. Dersom vi ville innarbeide dette fullt ut i våre kursforventninger, måtte vi anta forventede kursendringer lik den gjennomsnittlige renteforskjellen mellom valutaene. Men da ville forventet avkastning bli lik for alle valutaer, og optimal portefølje ville bli omtrent lik den nøytrale uansett holdning til risiko.

Faktisk plassering av valutaeservene

Tabell 7 viser hvordan valutaeservene faktisk var fordelt på valutaslag ved siste årsskifte. Fordelingen pr. 28. juli, da våre renter ble notert, skilte seg ikke mye fra dette. Vi ser at den faktiske porteføljen avviker betydelig fra det vår modell sier er optimalt.

For det første er andelen plassert i USD og JPY høyere enn i noen av de effisiente

Tabell 6. *Sammensetningen av effisiente porteføljer*

	Løpetid			
	3 mnd.	3 år	10 år	Sum
<i>Forventet avkastning 7,41%</i>				
<i>Standardavvik 1,09%</i>				
USD	12,7%			12,7%
DEM	42,2%	2,4%		44,6%
JPY		0,7%	10,2%	10,9%
GBP	31,9%			31,9%
<i>Forventet avkastning 8,09%</i>				
<i>Standardavvik 1,18%</i>				
USD	10,3%			10,3%
DEM	17,7%	16,6%		34,3%
JPY			12,0%	12,0%
GBP	43,4%			43,4%
<i>Forventet avkastning 8,77%</i>				
<i>Standardavvik 1,46%</i>				
USD	7,9%			7,9%
DEM		18,7%	5,9%	24,6%
JPY			12,7%	12,7%
GBP	54,1%	0,8%		54,9%
<i>Forventet avkastning 9,45%</i>				
<i>Standardavvik 2,09%</i>				
USD	4,1%	1,0%		5,1%
DEM			19,4%	19,4%
JPY			6,9%	6,9%
GBP	52,9%	15,8%		68,7%
<i>Forventet avkastning 10,13%</i>				
<i>Standardavvik 3,76%</i>				
USD			5,0%	5,0%
DEM			11,9%	11,9%
JPY				—
GBP	63,5%	8,8%	10,8%	83,1%
<i>Forventet avkastning 10,81%</i>				
<i>Standardavvik 6,81%</i>				
USD			0,1%	0,1%
DEM				—
JPY				—
GBP	99,9%			99,9%

porteføljene i tabell 6. Det kan begrunnes med at disse to valutaene har de største penge- og kapitalmarkedene. Valutaeservene blir mer likvide ved at større andeler av dem plasseres der.

For det andre er andelen plassert i GBP betydelig lavere enn i noen av de effisiente porteføljene vi har presentert. Det kan være et rimelig valg dersom GBP har en tendens til å være svak samtidig med at den norske kronen er svak, altså på de tidspunkter da vi har behov for valutareservene. Det forhold at både norsk og britisk økonomi er svært avhengige av inntekter fra olje- og gassutvinning, kan føre til en slik samvariasjon.

Dette er forhold som er relativt stabile over tid, og som det derfor er rimelig å ta hensyn til ved valg av valutaportefølje. Men bortsett fra dette er det ikke særlig stor forskjell på den faktiske porteføljen og det vi har kalt den nøytrale porteføljen. Den faktiske porteføljen er altså ikke slik sammensatt at den prøver å dra fordel av de renteforskjeller som finnes mellom valutaene.

Vår modell sier at det ikke er stor risiko forbundet med å gå temmelig langt i å utnytte disse renteforskjellene. Men vår modell har en tidshorison på ett år. Med lengre tidshorison øker risikoen ved store plasseringer i høyrentevalutaer. Det skyldes at valutareservene ikke raskt kan omplasseres ved endringer i renteforholdene. Dels følger det av at plasseringene kan være store i forhold til de markeder de er plassert i. Men viktigst er at politiske hensyn gjør det vanskelig å foreta raske omplasseringer. Det taler for å være forsiktig med å vri porteføljen mye i retning av høyrentevalutaer.

Oppsummering

Modellen er laget for å kunne analysere den risiko vi tar dersom vi forsøker å øke renteavkastningen av reservene. Den gir også svar på hvordan vi skal diversifisere plasse-

Tabell 7. Valutareservenes plassering pr. 31. desember 1987

Valuta	
USD	25,8%
DEM	32,2%
JPY	26,2%
GBP	4,5%
Andre	11,3%

ringene for å gjøre risikoen minst mulig ved gitt krav til forventet avkastning. Dette er sentrale spørsmål i arbeidet med valg av portefølje, men hele historien er det ikke. Diskusjonen i forrige avsnitt viser at vi ikke kan følge de anbefalinger modellen gir fullt ut. Ved faktisk plassering av reservene må vi også ta hensyn som ikke er innarbeidet i modellen.

Litteraturhenvisninger:

- Budgetdepartementet, 1988: *Statens låntagning og gjeld 1987*. Finansministeriet, København.
- Lehmussaari, Olli-Pekka, 1983: *Valutaosäkerheten och reservvalutornas optimala spridning*. Presentert ved Marstrandsmøtet på Hankø.
- Markowitz, Harry, 1952: «Portfolio Selection». *Journal of Finance* 7(1), 77-91.
- Meese, Richard A., and Rogoff, Kenneth, 1983: «Empirical Exchange Rate Models of the Seventies». *Journal of International Economics* 14(1), 3-24.
- Schilbred, Cornelius M., 1988: *Cumix — a Decision Model for Currency Baskets*. Presented at the Nordic Symposium on Financial Innovation at The Stockholm School of Economics.

Hvorfor sparer nordmenn så lite?

Arent Skjæveland, konsulent i Økonomisk avdeling i Norges Bank, og Per Erik Stokstad, student, exam. oecon.^{*)}

Norske husholdninger sparer lite. Dette har vært tatt opp fra Norges Bank ved flere anledninger, senest ved sentralbanksjefens årstale i februar 1988. Husholdningenes sparing er lav i dobbelt forstand. For det første har det vært et meget kraftig fall i spareren fra 1984 og fram til i dag. Dette er ikke temaet for denne artikkelen. Det vi skal ta opp, er at også før spareratefallet de siste årene var sparingen i norske husholdninger svært lav i forhold til i andre land. Denne artikkelen gir dels en dokumentasjon og dels en videreføring av de deler av årstalen som omhandler dette temaet. Det presenteres en rekke mulige variable for å forklare forskjellen i husholdningenes sparerate mellom Norge og andre land. Med utgangspunkt i en statistisk analyse konkluderes det med at realrenten etter skatt, andelen som selvstendig næringsdrivende utgjør av den samlede sysselsettingen, og nivået på folketrygdinnbetalingene er viktigst i forklaringen av den lave sparingen i Norge i perioden 1975—85. Av disse er det den lave realrenten etter skatt som bidrar mest, og dette skyldes den høye marginals-katten på gjeldsrenter i Norge. I et eget vedlegg redegjøres det nærmere for den skattemessige behandlingen av gjeldsrenter i OECD-landene.

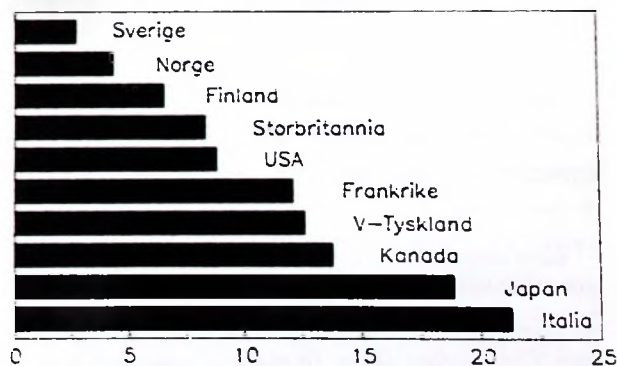
Innledning

Siden 1975 har husholdningene vært spesifisert som egen sektor i det norske nasjonalregnskapet. I hele perioden fram til i dag har norske husholdningers sparerate, dvs. sparing som andel av disponibel inntekt, ligget lavt i forhold til de fleste andre OECD-land. I figur 1 vises gjennomsnittet av spareren i perioden 1975—85 for Norge og 9 utvalgte OECD-land. Den gjennomsnittlige spareren i denne 11-års perioden var for Norge på 3,1%. Det er bare Sverige som kommer lavere ut, men både Sverige og Norge skiller seg ganske sterkt fra de øvrige landene. De fleste andre land har en sparerate for husholdningene et sted mellom 8 og 13%, mens Japan og Italia ligger betraktelig høyere enn dette.

^{*)} Takk til Øyvind Eitrheim, Sigbjørn Atle Berg, Harald Bøhn, Erik Nasset, Jan F. Quigstad og Henning Strand for kommentarer til tidligere utkast av artikkelen.

For å belyse årsakene til den lave sparingen i norske husholdninger, har vi innhentet og analysert data for sparing og en rekke andre tilknyttede størrelser for landene som er med i figur 1. Vi skal redegjøre for disse dataene og drøfte på hvilken måte de kan tenkes å påvirke sparingen. Derne vil vi

Figur 1. Husholdningenes sparing i prosent av disponibel inntekt.
Gjennomsnitt 1975 til 1985.



Kilde: OECD National Accounts 1973—1985

gjennomføre en statistisk analyse for å forsøke å klarlegge hvilke variable som er viktigst i forklaringen av spareratedifferansene. Men først skal vi gå litt nærmere inn på sammensetningen av husholdningenes sparing.

Finans- og realinvesteringer.

Husholdningenes sparing kan anvendes på to måter: finans- eller realinvesteringer. Finansinvesteringer betyr å øke de finansielle nettofordringene på andre sektorer i økonomien — bruttofordringene må da øke sterkere enn bruttogjelden. Husholdningenes realinvesteringer består av boliginvesteringer og investeringer hos personlig næringsdrivende¹⁾.

Hvorvidt lav sparing henger sammen med lave finansinvesteringer eller lave realinvesteringer, er viktig i flere sammenhenger. Summen av finansinvesteringene for alle norske sektorer er lik vårt overskudd på driftsbalansen med utlandet. Lave finansinvesteringer i husholdningssektoren innebærer derfor at andre sektorer — for eksempel foretakssektoren eller offentlig sektor — må ha tilsvarende høyere finansinvesteringer dersom vi ikke skal få underskudd på driftsbalansen. Dersom det er foretakssektoren som «rammes», kan dette vanskeliggjøre finansieringen av foretakenes realinvesteringer og slik sett svekke vekstevnen i økonomien²⁾. Finansinvesteringene er også spesielle i den forstand at de er avgjørende for fremtidig fordrings- og gjeldsposisjon og dermed også for den fremtidige rentebelastningen.

Gjennomsnittet av husholdningenes finans- og realinvesteringer i perioden 1975—85, regnet som andeler av disponibel inntekt, er vist i tabell 1. Norge har de klart

laveste finansinvesteringene av alle landene, dernest følger Sverige og Finland. Realinvesteringene er derimot høyest i Norge. Norske husholdninger skiller seg således ut ved samtidig å ha en lav sparing og høye realinvesteringer, og dette gir svært lave finansinvesteringer internasjonalt sett.

Finansinvesteringene for norske husholdninger kan beregnes på to ulike måter: enten med utgangspunkt i nasjonalregnskapet, som differansen mellom sparing og realinvesteringer, eller fra kredittmarkedsstatistikken på grunnlag av endringer i finansielle fordringer og gjeld. De to beregningsmåtene gir noe forskjellig resultat. Ifølge nasjonalregnskapet var finansinvesteringene i perioden 1977—85 i gjennomsnitt $-2,1\%$ av disponibel inntekt, mens tilsvarende tall fra kredittmarkedsstatistikken var $1,0\%$. Det er vanskelig å avgjøre hvilken kilde som gir det mest korrekte bildet. Dersom en legger til grunn tallene fra kredittmarkedsstatistikken, tvinges en i neste omgang til å ta stilling til om det er sparingen som er for lav eller realinvesteringene som er for høye i nasjonalregnskapet. Det faller utenfor rammen for denne artikkelen å gå grundig inn på dette. Siden vårt primære formål med denne analysen er å forklare hvorfor spareraten er så lav i Norge, har vi valgt å legge til grunn dekomponeringen av sparingen slik den følger fra nasjonalregnskapet. Også for de andre landene er det på denne måten dataene konstruert. Uansett hvilken av de to kildene vi hadde lagt til grunn, blir konklusjonen likevel den samme: I internasjonal sammenheng er finansinvesteringene i norske husholdninger bemerkelsesverdig lave.

Når vi i det følgende skal prøve å forklare hvorfor husholdningenes sparing er så lav i Norge, er det viktig å ha for øye sammensetningen av sparingen på finans- og realinvesteringer. Dette skillet blir særlig viktig siden den ene komponenten av sparingen — realinvesteringene — faktisk er

1) Både disponibel inntekt, sparing og realinvesteringene er regnet netto, dvs. fratrukket kapitalslit.

2) Koskela (1982) har tidligere tatt opp dette problemet i artikkelen «Hur finansieras investeringarna i Finland, Norge och Sverige i framtiden?»

Tabell 1. Sparing, finans- og realinvesteringer. Mulige forklaringsvariable. Gjennomsnitt 1975 til 1985.

	Norge	Canada	Frankrike	Finland	Vest-Tyskland	Japan	Sverige	Storbritannia	USA	Italia ⁶⁾
Husholdningene:										
— Samlet sparing ¹⁾	4,3	13,8	12,1	6,5	12,6	18,9	2,7	8,3	8,8	21,3
— Finansinvest. ¹⁾	-2,4	9,2	5,8	2,7	—	13,4	-0,1	6,6	4,4	17,7
— Realinvest. ¹⁾	6,6	4,6	6,3	3,8	—	5,5	2,8	1,8	4,4	3,5
Konsumprisvekst ³⁾	9,0	8,4	10,2	10,4	4,2	5,3	9,8	12,0	7,4	15,3
Arbeidsledighet ³⁾	1,7	8,9	6,9	5,1	6,0	2,3	2,2	7,1	7,6	8,2
Innbetalt til folketrygd ¹⁾	23,5	5,9	25,2	17,4	24,1	10,4	24,2	9,9	9,0	17,0
Aksjekursvekst	12,6	11,0	12,2	9,3	8,6	11,5	17,7	18,5	8,2	11,4
Lange renter ³⁾	10,4	11,0	12,6	10,5	7,6	7,5	11,4	11,8	9,6	15,3
Marginalskatt på gjeldsrenter ²⁾ :										
— På boliglån	45	0	15	33	0	0	40	23	38	18
— På forbrukslån	45	0	0	33	0	0	40	0	0	0
Realrente etter skatt:										
— På boliglån	-3,2	2,7	0,5	-3,4	3,4	2,2	-3,0	-2,9	-1,4	-2,7
— På forbrukslån	-3,2	2,7	2,4	-3,4	3,4	2,2	-3,0	-0,2	2,2	0,0
Befolkningsandel ⁴⁾ :										
0—14 år	19,9	21,7	21,1	19,4	15,3	22,5	18,1	19,2	21,9	19,6
15—64 år	64,3	68,1	65,8	68,1	70,0	67,7	64,5	65,6	66,2	67,7
Andel selvstendige ⁵⁾	13,5	—	16,4	15,0	13,3	26,6	8,5	8,7	9,4	28,3
Offentlig budsj.oversk ⁷⁾	3,6	-3,9	-1,7	1,2	-2,9	-3,5	-1,9	-3,8	-2,5	-10,9
Realvekst i husholdningenes disponible inntekt	2,7	3,0	1,9	2,2	1,7	2,5	0,7	1,4	2,0	2,2

Kilde: OECD (1987). Siste revisjon av Nasjonalregnskapet i Norge (publisert mai 1988) er ikke innarbeidet. Danmark er ikke med fordi dansk statistikk ikke spesifiserer en egen husholdningssektor.

1) I prosent av husholdningenes disponible inntekt.

2) Egne anslag, jf. vedlegg. Skattesatsene er basert på skattesystemet i 1987 med unntak av Norge hvor de er fra 1986.

3) Kilde: OECD Economic Indicators.

4) Kilde: Statistisk årbok 1987.

5) Regnet som andel av den totale sysselsetting. Inkluderer ulønnede familiemedlemmers arbeid.

6) Data til 1984 for sparing, folketrygdinnbetalinger og disponibel inntekt.

7) Andel av brutto nasjonalprodukt.

høyere enn i de fleste andre land, mens det er motsatt for finansinvesteringene.

Mulige forklaringer på den lave sparingen

Vi skal nå ta for oss en del mulige forklaringer på hvorfor sparingen i norske husholdninger er så lav. La oss starte med å gjengi

noen av hovedpoengene i konsumteorien (se f.eks. Klovland, 1980). Både Ando/Modiglianis livssyklus-teori og Friedmans «permanent income» teori er utviklet for å forklare det observerte fenomenet at den gjennomsnittlige konsumtilbøyeligheten på kort sikt faller når inntekten øker, mens den på lang sikt er konstant. Løsningen i begge disse teoriene er at konsumet av-

henger av forventet inntekt over en lengre periode, og ikke påvirkes så mye av variasjoner i den løpende inntekten. På kort sikt øker derfor spareraten når inntekten går opp. Størrelsen på denne effekten avhenger av hvor mye konsumentene justerer sine forventninger om den fremtidige inntekten. Å finne fram til hvilke variable som påvirker folks inntektsforventninger, og usikkerheten knyttet til disse, blir derfor viktig. Også realrente etter skatt, formue og befolkningens alderssammensetning er sentrale variable i konsumteorien. Det kan dessuten begrunnes at forhold som eksistensen av offentlige trygdeordninger, antall selvstendige næringsdrivende i forhold til den samlede arbeidsstyrken og eksistensen av eventuell kredittrasjonering er viktig.

Den tradisjonelle konsumteorien ser egentlig bort fra at husholdningene også foretar realinvesteringer. Det settes gjerne likhetstegn mellom sparing og finansinvesteringer, eventuelt behandles kjøp av varige konsumgoder for seg. Vi skal også forsøke å belyse hvorledes de ulike variablene kan påvirke realinvesteringene.

Når vi skal tallfeste de ulike variablene, støter vi på mange problemer. For det første må det finnes relevante, forholdsvis lett tilgjengelige data, og for det andre må disse dataene være sammenlignbare. Dette blir spesielt vanskelig når en skal sammenligne sparingen i flere land. Vi har benyttet data hovedsakelig hentet fra OECD National Accounts 1973—1985. Dette skulle sikre at det er noenlunde sammenfallende definisjoner for de ulike variablene¹⁾.

Tabell 1 viser de viktigste variablene som danner grunnlaget for dette forsøket på å forklare norske husholdningers lave spare-rate. Alle tall er gjennomsnitt over perioden 1975—85, hvis ikke annet er angitt. For hver av størrelsene i tabell 1 skal vi begrunne hvorledes sparingen kan tenkes å bli påvirket og hvordan variabelen varierer mellom landene.

¹⁾ For en nærmere drøfting vises til «Alternative Measures of Saving», OECD (1983).

Observert inntektsvekst.

En midlertidig sterk realinntektsvekst skal ifølge teorien gi en økning i spareraten. For at spareraten skal falle, må det forventes at inntektsveksten skal forsterkes eller i hvert fall være vedvarende sterk. A priori er det ut fra dette vanskelig å si i hvilken retning spareraten vil påvirkes av en høy inntektsvekst over en lang periode. Dersom den sterke realinntektsveksten imidlertid skyldes økt produksjon hos selvstendig næringsdrivende, kan vi få økte realinvesteringer ut fra en akselleratormodell for investeringene.

Ser vi på dataene, finner vi svært liten variasjon i veksten i realdisponibel inntekt mellom land — de fleste land har en gjennomsnittlig årlig vekst på 2—3%. Unntaket er Sverige, med en gjennomsnittlig vekst på bare 0,9%.

Inflasjon.

Høy inflasjon kan øke usikkerheten i anslagene på realinntekten i kommende perioder — det blir vanskeligere å skille ut hva som er reell vekst i inntektene. Dette kan trekke spareraten opp. Inflasjonen uthuler dessuten verdien av husholdningenes finansielle formue. Så lenge husholdningene er i netto finansiell fordringsposisjon, må da sparingen, slik den registreres i nasjonalregnskapet, øke for at realverdien av den finansielle formuen skal holdes uendret. Dersom rentenivået følger med inflasjonen oppover, vil den økte sparingen imidlertid bli motsvart av økte renteinntekter. Hadde en inflasjonskorrigert renteinntektene og renteutgiftene i nasjonalregnskapet, ville denne effekten på spareraten blitt borte. Økt inflasjon kan også tenkes å vri sammensetningen av sparingen over fra finans- til realkapital for å hindre at realverdien av formuen uthules.

Det er særlig Italia som skiller seg ut med en høy konsumprisvekst i perioden: over 15% pr. år. Dernest følger Storbritannia på 12%. De fleste land — deriblant Norge —

ligger i området 8—10% årlig konsumprisvekst, men Vest-Tyskland og Japan ligger begge klart lavere enn dette. Den høye inflasjonen i Italia motsvares av et tilsvarende høyere rentenivå. Det samme fenomenet, men i motsatt retning, finner vi i Vest-Tyskland og Japan.

Arbeidsledighet.

Usikkerheten i anslaget på fremtidig inntekt vil trolig også øke jo høyere arbeidsledigheten er. For å forsikre seg mot et plutselig inntektstap, vil husholdningene spare mer. Men en kan også tenke seg den motsatte sammenheng — husholdningssektorens inntekter avtar når det oppstår arbeidsledighet, og at dette kan gjøre det vanskeligere å spare.

Ser vi på dataene, er det tre land som skiller seg ut med en meget lav gjennomsnittlig arbeidsledighet: Norge, Sverige og Japan. De andre landene har stort sett en gjennomsnittlig ledighet på 6—8%. Hadde det ikke vært for Japan, ville dette vært en sterk kandidat til å forklare den lave spareren i Norge og Sverige. Men Japan har altså en meget høy sparerate og samtidig lav arbeidsledighet.

Realrente etter skatt.

I et fritt kredittmarked vil konsumtilpasningen over tid ifølge teorien være slik at mergodtgjørelsen som kreves for å avstå en enhet konsum idag og vente med å konsumere denne enheten til neste periode, skal være lik realrenten etter skatt. Virkningen på konsumet av økt realrente etter skatt kan deles i substitusjonseffekten (prisvridningseffekten), som alltid er negativ, og inntektseffekten, som er positiv dersom konsumenten er i netto fordringsposisjon (fordi renteinntektene da øker). I den perioden vi ser på, har en i alle landene hatt en positiv finansiell formue for husholdningene selv om størrelsen varierer betydelig. Virkningene på sparingen betraktes ofte som et speilbilde av konsumeffektene — dvs. at substi-

tusjonseffekten blir positiv og inntektseffekten negativ. Dette bygger imidlertid på at de økte renteinntektene først utbetales i neste periode. I nasjonalregnskapet føres derimot påløpte renteinntekter, og da øker disponibel inntekt samtidig med renteøkningen. Effekten av en renteøkning på nasjonalregnskapets sparebegrep vil derfor trolig være positiv — en del av inntektsøkningen vil bli trukket til å øke konsumet og en del til å øke sparingen. Hva som skjer med spareren, er mer usikkert. Men hvis vi antar at inntektseffekten isolert sett tilsier uendret sparerate, vil substitusjonseffekten sørge for at spareren øker.

Denne virkningen på sparingen skriver seg egentlig fra økning i finansinvesteringene. Hva som skjer med realinvesteringene, er mer usikkert. En økning i realrenten etter skatt vil her gi en negativ substitusjonseffekt — det blir mer lønnsomt å investere i finanskapital fremfor realkapital. Inntektseffekten blir derimot positiv (dersom husholdningene er i netto fordringsposisjon), og isolert vil det øke investeringene både i finans- og realkapital.

Den gjennomsnittlige realrenten etter skatt på forbrukslån var i perioden 1975—1985 negativ og klart lavest i Norge, Sverige og Finland. Dernest følger Storbritannia og Italia rundt null, mens resten av landene ligger over 2%. For boliglån er realrenten etter skatt klart negativ også i Storbritannia, USA og Italia i tillegg til Norge, Sverige og Finland. Bildet er altså her noe blandet, men «lavsparelandene» Norge og Sverige kommer entydig ut med svært lave realrenter etter skatt.

Nærmere om den skattemessige behandling av gjeldsrenter.

Den skattemessige behandlingen av gjeldsrenter er viktig for realrenten etter skatt. Skattesystemet er på dette punktet ganske forskjellig fra land til land, og det er ikke så lett å oppsummere dette i noen enkle variable. Vi har likevel gjort et forsøk ut fra

en detaljert gjennomgang av skattesystemet i hvert enkelt land, og vi har konstruert marginale skattesatser på gjeldsrenter for henholdsvis bolig- og forbrukslån. Poenget med disse satsene er at de forteller hvor mye av gjeldsrentene som fører til reduksjon i skatten. Det er nærmere redegjort for den skattemessige behandlingen av gjeldsrenter i OECD-landene i et eget vedlegg til denne artikkelen. Her skal vi bare kort gjengi noen hovedpunkter.

For forbrukslån er det bare de nordiske landene Norge, Sverige og Finland hvor skattesystemet er slik at gjeldsrenter kommer til fradrag. Av disse er det kun Norge og Sverige som har ubegrenset fradragsrett. For boliglån er bildet noe mer komplisert. Her er det ubegrenset fradragsrett for gjeldsrenter også i USA i tillegg til Norge og Sverige. I Canada er det overhodet ingen fradragsrett, mens Vest-Tyskland og Japan har så begrensede fradragsordninger at de marginale avveiningene neppe påvirkes. De øvrige landene har alle en eller annen form for «rentetak». Samlet sett går det fram av tabell 1 at marginalsattesatsen på gjeldsrenter er høyest i Norge og Sverige. Deretter følger USA og Finland. Disse fire landene er samtidig de som har de laveste finansinvesteringene i perioden.

De marginale skattesatsene gjengitt i tabell 1 er ikke gjennomsnitt over perioden 1975–1985, men avspeiler skattesystemet slik det var i 1987. Vi baserer oss således på at det ikke i noen av landene har vært gjennomført omfattende endringer i skattesystemet på dette punktet i løpet av perioden. Dette er selvsagt en drastisk forutsetning, men det vil være meget arbeidskrevende å gå gjennom skattesystemet i alle landene for hele perioden. Anslaget for Norge tar likevel hensyn til overgangen til høyere bruttoskatt og lavere nettoskatt fra 1986 til 1987.

Aksjekursvekst.

Omvurderinger av husholdningenes formue kan også ha betydning for husholdningenes sparing. Formuesgevinster kan gjøre sparing av inntekten mindre nødvendig. Utviklingen i verdien både på boliger, annen realkapital og finanskapital er da sentrale. Men her er dataproblemene store, og det er kun utviklingen i aksjekursene vi har kunnet ta med som variabel. Den gjennomsnittlige årlige vekst i aksjekursene i perioden 1975–85 varierer fra 8,2% i USA til 17,7% i Sverige og 18,5% i Storbritannia. De fleste landene ligger i området 8,5–12,5%, med Norge på 12,6%. Det er ikke så lett å se noe mønster i aksjekursveksten som skulle kunne forklare noe av sparerateforskjellene mellom landene.

Befolkningens alderssammensetting.

En persons inntekt varierer gjennom livsløpet. Det vanlige er at inntekten er lav i ung alder, stiger gjennom den yrkesaktive perioden av livet, for så å synke i pensjonsalderen. Konsumet antas i teorien å være mer stabilt over livsløpet. En stor andel unge og eldre skulle således trekke sparingen ned på grunn av lavere finansinvesteringer. I Norge har imidlertid pensjonistene høyere sparerate enn de yrkesaktive, så sammenhengene er her ikke åpenbare. En stor andel unge vil dessuten kunne øke behovet for nye boliger og således øke realinvesteringene.

Det er vanskelig intuitivt å se noen systematiske variasjoner i de to befolkningsvariablene i tabell 1 som skulle kunne forklare noe av spareforskjellene mellom landene.

Folketrygd.

En grunn til at husholdningene sparer, er å sikre seg den ønskede levestandard når den yrkesaktive periode av livet er forbi, enten på grunn av sykdom eller alder. Dersom det offentlige overtar noe av denne oppgaven ved å etablere en folketrygdordning, blir det mindre nødvendig med egen sparing ut fra et slikt motiv. Det er derfor rimelig å

anta at spareraten er lavere i land hvor husholdningene betaler mye inn til folketrygdordninger¹).

De gjennomsnittlige innbetalingene til folketrygden i perioden 1975–85 regnet som andel av disponibel inntekt (dvs. inntekt etter at blant annet disse innbetalingene er trukket fra) er høyest i Norge, Sverige, Vest-Tyskland og Frankrike, med 24–25%. Italia og Finland følger ikke så langt etter, med 17%. Storbritannia, USA og Japan ligger derimot nede på rundt 10%, mens Canada er helt nede på 5,9%. Høye folketrygdinnbetalinger kan derfor være en faktor som bidrar til den lave sparingen i Norge og Sverige, men dette er ikke åpenbart, siden også land med ganske høye sparerater har høye folketrygdinnbetalinger.

Selvstendiges andel av sysselsettingen.

Selvstendig næringsdrivende har ofte en inntekt som varierer sterkere enn vanlige lønnsinntekter. Sparing er som før nevnt også en forsikring mot virkninger av uventet inntektstap. Vi skulle da vente å observere en høyere sparerate i en befolkning hvor de selvstendige utgjør en større andel av den totale sysselsetting. Denne effekten kommer i form av økte finansinvesteringer. I tillegg vil også husholdningenes realinvesteringer kunne øke fordi det foregår mer produksjonsvirksomhet i sektoren.

Japan og Italia skiller seg ut med en meget høy andel selvstendig næringsdrivende – over en fjerdedel av sysselsettingen. Det er samtidig disse landene som har høyest sparerate. Sverige, Storbritannia og USA har en andel selvstendige på under 10%, mens de øvrige landene ligger i området 13–16%.

1) Nesset (1987) gir en analyse av sammenhengen mellom folketrygd og sparing i Norge.

Offentlig budsjettbalanse.

I et land hvor den offentlige sektor stadig går med underskudd, vil befolkningen vite at før eller senere skal den offentlige gjelden betales. Dette kan gjøres ved å øke skattene eller senke de offentlige utgiftene, eventuelt ved å trykke penger. Dette vil da si at husholdningenes disponible realinntekt eller konsummuligheter blir påvirket. Enten direkte via økte skatter, eller indirekte via økt inflasjon eller ved at de må betale mer for tjenester som tidligere ble finansiert helt eller delvis av det offentlige. Dette kan begrunne at husholdningene vil spare mer når det offentlige har store budsjettunderskudd, for å utjevne dette antatte «tapet» over flere perioder. I Barro (1974) hevdes det at husholdningenes sparing øker så mye at den samlede sparing ikke blir påvirket²).

Men her må en være noe forsiktig med å trekke for sterke konklusjoner. Som tidligere nevnt er summen av finansinvesteringene for alle innenlandske sektorer lik overskuddet på driftsbalansen. Større underskudd på de offentlig budsjettene betyr større driftsbalanseunderskudd dersom ikke finansinvesteringene øker enten hos foretakene eller husholdningene. Dersom myndighetene bruker rentepolitikken for å hindre vekst i driftsbalanseunderskuddet, «tvinges» foretakene og husholdningene til å spare mer. Økt husholdningssparing er da ikke kommet fordi husholdningene forventer et fremtidig tap som følge av budsjettunderskuddet, men rett og slett fordi myndighetene har satt opp renten. I en økonometrisk/statistisk analyse burde det i prinsippet være mulig å skille disse to effektene.

Det offentlige budsjettunderskuddet har vært særlig stort i Italia – i gjennomsnitt fra 1975 til 1985 hele 12,7% av BNP. De fleste landene har et underskudd i størrelsesorden 2–4% av BNP, men i Norge og

2) Barro (1974) betrakter for øvrig overføringer via folketrygdsystemet som et spesialtilfelle av offentlig gjeld.

Finland har det vært overskudd, på henholdsvis 3,6% og 1,2%.

Andre mulige forklaringsvariable.

Det er en rekke andre variable enn de vi har nevnt over vi gjerne skulle ha hatt med data for. Viktigst er kanskje forholdene husholdningene møter i kredittmarkedet. Eksistensen av kredittrasjonering skulle bidra til å trekke spareraten opp. For å forklare den lave norske spareraten i perioden 1975–85, må derfor kredittrasjoneringen ha vært langt mer omfattende i de andre landene enn i Norge. Kredittrasjonering kan derfor neppe være noen forklaring på hvorfor norske husholdninger sparte så lite i perioden 1975–85.

Beskatningen av husholdningenes realkapital burde vi også hatt med i analysen. Med en negativ realrente etter skatt, som det har vært i Norge det meste av perioden, vi ser på, er det åpenbart lønnsomt å låne penger og plassere disse for eksempel i bolig som holder seg i realverdi. Denne skattekiln vil bli dempet når boligbeskatningen er høy. I den statistiske analysen har vi imidlertid sett bort fra boligbeskatningen og skatt på annen realkapital. Vår variabel for marginalsatt på gjeldsrenter representerer således bare deler av skattesystemet.

En statistisk analyse av spareforskjellene

Vi skal nå benytte dataene fra tabell 1 til en statistisk analyse av sparerateforskjellene. Poenget er å prøve å tallfeste hvor mye hver variabel forklarer av forskjellen i sparing mellom Norge og de andre landene. Til dette har vi brukt minste kvadraters metode.

Årlige observasjoner av en tidsserie som spareraten, kan neppe oppfattes som noen langsiktig likevektsverdi. Variasjonene er en kombinasjon av konjunktursvingninger, forsøk på å rette opp «ulikevekt» fra tidligere år, permanente endringer og eventuelle målefeil. Vi har derfor valgt å ta et

gjennomsnitt over flere år for hvert enkelt land som en tilnærming til en mer langsiktig likevekt. Dette er en mye benyttet metode ved sammenligning av spareraten mellom flere land (jf. Sturm, 1983). For hvert land er datamengden redusert til et gjennomsnitt over to perioder, 1975–80 og 1981–85. Siden vårt formål er å belyse forskjellen i sparing mellom Norge de øvrige landene, har vi for hver variabel tatt differansen mellom verdien for Norge og tilsvarende verdier for andre land¹⁾.

Estimeringsresultater for sparingen.

I drøftingen over har vi begrunnet at alle variablene i tabell 1 kan påvirke sparingen. Den modellen vi gjerne ville ha testet, burde ha inneholdt alle disse forklaringsvariablene. Men her setter antall observasjoner klare grenser. Vi har derfor vært henvist til å prøve kombinasjoner av ulike utvalg av variablene.

Fire variable har pekt seg markert ut som klart signifikante, dvs. t-verdien er så høy at vi kan forkaste en hypotese om at variablen ikke forklarer noe av sparerateforskjellene. Det er realrente etter skatt, andelen selvstendig næringsdrivende, konsumprisindeksen og folketrygdinnbetalingene. De tre første bidrar til økt sparing, mens den siste trekker sparingen ned. Denne modellen er vist som regresjon S1 i tabell 2. Føyningskoeffisienten justert for antall frihetsgrader (R^2) er her 0,89. Med de dataene vi benytter, forklares altså nær 90% av variasjonen i sparerateforskjellene. I forhold til andre studier av sparerateforskjeller mellom land, er dette høyt. Det er gjerne vanlig å få R^2 i intervallet 0,6–0,9 ifølge Sturm (1983), som gir en oversikt på området.

I regresjonene S2–S4 har vi i tillegg tatt med offentlig budsjettoverskudd, arbeidsledighet og realinntektsvekst for husholdningene. Ingen av disse ble signifikante. Vi

¹⁾ Samme fremgangsmåte er benyttet av Carrol og Summers (1987).

Tabell 2. Regresjonsresultater for den samlede springen

Reg. nr.	Konstant	Realrente e.skatt ¹⁾	Marginal-skatt ¹⁾	Andel selv.	Konsum prisv.	Følge-trygd	Offentlig over-skudd	Arbeidsledighet	Inntektsvekst	Realrente	R ² _j	SER
S1	0,787 (0,798)	1,272 (5,127)		0,532 (8,084)	0,539 (3,027)	-0,167 (-2,694)					0,89	1,84
S2	0,754 (0,665)	1,264 (4,463)		0,530 (7,317)	0,535 (2,742)	-0,167 (-2,590)	-0,009 (-0,067)				0,88	1,91
S3	0,973 (0,695)	1,262 (4,812)		0,528 (7,531)	0,538 (2,908)	-0,160 (-2,141)			0,126 (0,195)		0,89	1,91
S4	0,689 (0,660)	1,176 (3,418)		0,544 (7,330)	0,475 (1,986)	-0,161 (-2,457)		0,105 (0,415)			0,89	1,90
S5	-0,717 (-0,694)		-0,204 (-5,769)	0,481 (7,930)	0,144 (0,992)	-0,100 (-1,717)				0,207 (0,536)	0,92	1,58

Beregningsmetode: OLS. t-verdier i parentes.

R²_j: Føyningskoeffisienten, R² justert for antall frihetsgrader.

SER: Standardavvik på residualene.

Alle variablene er differanser mellom verdiene for Norge og de andre landene.

¹⁾ Likeveiet gjennomsnitt av verdiene for forbrukslån og boliglån.

har også prøvet regresjoner hvor variable for befolkningens alderssammensetning inngikk, men heller ikke disse ble signifikante. Det samme gjaldt aksjekursvekst.

Koeffisienten for realrente etter skatt er i regresjon S1—S4 noe under 1,3. Dette kan tolkes som at dersom realrenten etter skatt øker med ett prosentpoeng, vil likevektsnivået for spareraten øke med nesten 1,3 prosentpoeng. Dette estimatet avhenger i stor grad av de marginale skattesatsene vi har benyttet. I regresjon S5 har vi splittet realrenten etter skatt i henholdsvis realrente før skatt og marginal skattesats på gjeldsrenter. Det er da marginals-katten, og ikke realrenten, som blir mest utsagnskraftig. Dette tyder på at det er variasjonen i marginals-kattene mellom landene som gjør at realrenten etter skatt blir signifikant.

I perioden 1975—85 har spareraten i norske husholdninger ligget 7,3% lavere enn i gjennomsnittet av de andre landene. Konstantleddene er i regresjonene ganske små, og de er ikke signifikant forskjellig fra null. Med de dataene vi har benyttet, har vi altså forklart det meste av sparerateforskjellen.

Minste kvadraters metode har den uheldige egenskap at ekstremobservasjoner kan bli tillagt uforholdsmessig stor vekt. På enkelte punkter har vi forsøkt å kontrollere for dette. Det er særlig Japan og Italia som er noe spesielle: De har desidert de høyeste spareratene, og det samme gjelder andelen selvstendig næringsdrivende. Arbeidsmarkedet i Japan skiller seg også kanskje noe ut fra de øvrige landene, med sine livsvarige ansettelsesforhold. Vi har derfor prøvd å utelate Italia og Japan i en del regresjoner. Estimatet for andelen selvstendige falt da til 0,408, men ble fortsatt klart signifikant. Resultatene ellers ble lite påvirket, både når det gjelder estimater og t-verdier. Føyningen (R²_j) sank til 0,83. Et visst fall i denne observatoren måtte en regne med når to av ni land tas bort. Arbeidsledighetsvariabelen ble heller ikke mer signifikant når vi estimerte uten Japan og Italia. Vi har også forsøkt å representere skattesystemet ved såkalte dummyvariable (henholdsvis full fradragrett, delvis fradragrett og ingen fradragrett) i stedet for å benytte marginals-kattesatsene på gjeldsrenter. Skattesystemets bidrag til forklaring av spareratefor-

skjellene blir nesten like sterke i dette tilfellet.

Sammenheng mellom sparing, finans- og realinvesteringer.

Som nevnt kan den samlede sparingen deles i to komponenter, finans- og realinvesteringer. Vi har også gjennomført en del regresjoner med disse som såkalte venstresidevariable. Primært er dette gjort for å finne de faktorer som betyr mest for den samlede sparingen, men også for å belyse hvorfor finansinvesteringene er så lave mens realinvesteringene er så høye i norske husholdninger.

Vi skal først se på hvor mye av variasjonen i spareraten mellom landene som kan tilskrives henholdsvis finans- og realinvesteringene. Dette er gjort ved lineær regresjon mellom spareraten og hver av de to sparekomponentene. Forskjellene i landenes finansinvesteringer forklarer, målt ved føyningskoeffisienten R^2 , nesten 90% av spareratevariasjonen. Realinvesteringene derimot forklarer så godt som ingenting. Det er ikke engang statistisk grunnlag for å forkaste en hypotese om at sparingen ikke samvarierer med realinvesteringene. Ut fra dette vil vi vente å finne at de samme faktorene forklarer både forskjellene i finansinvesteringene og i den samlede sparingen.

For Vest-Tyskland er spareraten ikke dekomponert på finans- og realinvesteringer i OECD (1987), og Vest-Tyskland er derfor utelatt i de følgende estimeringene. Vi har sett på hvordan dette slår ut i regresjonene for den samlede sparingen, og verken estimerer, t-verdier eller føyning påvirkes i nevneverdig grad. Estimaten for sparingen eksklusive Vest-Tyskland kan for øvrig regnes ut som summen av koeffisientene i de to første regresjonene i tabell 3 for henholdsvis finans- og realinvesteringene.

Estimeringsresultater for finans- og realinvesteringene.

Ut fra det ovennevnte er det ikke overraskende at den beste modellen for sparingen også er god for finansinvesteringene. Som vi ser av den første regresjonen i tabell 3, blir føyningen (R^2) faktisk noe bedre enn for sparingen. For andelen selvstendige er estimatet omtrent det samme som i regresjonen for sparingen, mens for konsumprisindeksen får vi en økning og for de andre forklaringsfaktorene en reduksjon. Vi legger ellers merke til at konstantleddet nå er ganske stort og signifikant forskjellig fra null. Det står således fortsatt en uforklart nivåforskjell tilbake. I perioden 1975–1985 hadde de norske husholdningene 9,7% lavere «finansinvesteringsrate» pr. år enn gjennomsnittet av de andre landene. De faktorer vi har sett på, ser ut til å kunne forklare 6,7% av denne forskjellen.

Modellen med realrente etter skatt, ande-

Modellen med realrente etter skatt, ande-

Tabell 3. Regresjonsresultater for finans- (FI) og realinvesteringene (RI)

Reg. nr.	Konstant	Realrente e.skatt	Andel selvst.	Konsumprisiv.	Folketrygd	Inntektsvekst	R^2	SER
FI	3,070 (3,484)	0,752 (3,368)	0,512 (8,922)	0,771 (4,922)	-0,333 (-5,391)		0,92	1,58
RI1	-2,970 (-5,178)	0,415 (2,853)	0,039 (1,041)	-0,137 (-1,343)	0,089 (2,204)		0,65	1,03
RI2	-1,800 (-2,934)	0,393 (3,612)		-0,116 (-1,512)	0,141 (4,073)	0,858 (2,933)	0,79	0,81

Se merknader til tabell 2. Vest-Tyskland er utelatt i disse regresjonene.

len selvstendige, konsumprisvekst og folketrygdinnbetalinger passer ikke så godt på realinvesteringene. R^2 justert blir bare 0,65 (jf. regresjon RI1 i tabell 3). Dette er kanskje ikke så rart. De variable vi har spesifisert er nok best egnet til å si noe om finansinvesteringene. Blant annet mangler vi størrelser som kan ivareta beskatning av realkapital, herunder også boligbeskatningen. Når vi likevel tar med resultater for realinvesteringene, er dette for å se hvorledes våre forklaringsvariable for sparingen virker via henholdsvis finans- og realinvesteringene.

Litt overraskende var det at andelen selvstendige ikke ble signifikant for realinvesteringene. Vi får altså ikke bekreftet en hypotese om at en høy andel selvstendig næringsdrivende bidrar til høye realinvesteringer for husholdningene. Denne faktoren bidrar kun til å øke finansinvesteringene ifølge våre resultater.

Av de regresjonene vi har prøvd for realinvesteringene, gir den neste (RI2) høyest R^2 justert for antall frihetsgrader. Her inngår husholdningenes realinntektsvekst i tillegg til de andre variablene, mens andelen selvstendige er tatt ut. Realrenten etter skatt, folketrygdinnbetalinger og inntektsveksten bidrar til å trekke realinvesteringene opp, mens konsumprisveksten trekker ned.

Realrenten etter skatt er blitt signifikant med positivt fortegn i alle regresjoner vi har prøvd for realinvesteringene. Intuitivt skulle en kanskje vente det motsatte, at økte finansieringskostnader ga reduserte realinvesteringer og at sparingen ble vridd fra real- til finansinvesteringer. Men dette blir altså ikke bekreftet. Dette kan tyde på at inntektseffekten er sterkere enn substitusjonseffekten. Den positive inntektseffekten har sin bakgrunn i at når realrenten etter skatt stiger og husholdningene er i netto fordringsposisjon, øker avkastningen på formuen. Det må for øvrig bemerkes at realrenten etter skatt slik vi har definert den bare er relevant for bolig- og forbrukslån.

For næringsinvesteringer er det i alle land fradragsrett for gjeldsrenter¹⁾.

Folketrygdinnbetalingene gir også signifikante resultater, og fortegnet er positivt — høye folketrygdinnbetalinger bidrar til høye realinvesteringer. Vi har tidligere sett at folketrygdinnbetalingene bidrar til å trekke ned den samlede sparingen, og utslaget var spesielt sterkt for finansinvesteringene. En godt utbygd folketrygd reduserer behovet for finansinvesteringer som sparing til pensjonsalderen og sikring ved sykdom. En mulig tolking av den positive effekten på realinvesteringene, er at de «frigjorte» midlene benyttes dels til økt konsum og dels til økte realinvesteringer.

For konsumprisveksten får vi lite utsagnskraftige resultater, men det ser ut til at den bidrar til å trekke realinvesteringene noe ned. En forklaring kan være, som vi tidligere har nevnt, at husholdningene prøver å opprettholde verdien av sin finansielle formue når prisene stiger, og at finansinvesteringene derfor øker. Det blir da mindre igjen til realinvesteringer.

De norske husholdningers «realinvesteringrate» har i gjennomsnitt ligget 2,5% over de andre landenes realinvesteringer. I regresjonen merket RI2 har vi klart å forklare en del av variasjonen i forskjellen mellom realinvesteringene i Norge og de andre landene (høy R^2), men siden konstantleddet fortsatt er høyt, har vi ikke forklart så mye av selve nivåforskjellen.

Både for finans- og realinvesteringene har vi prøvd en rekke andre regresjoner for å se om vi kunne få signifikante resultater for noen av de andre variablene vi stilte opp i tabell 1. Dette har ikke lyktes. I andre analyser av sparerateforskjeller mellom land har befolkningsvariable gjennomgående vært viktige (se Sturm, 1983), men dette fikk vi altså ikke bekreftet.

1) Virkningene av bedriftsbeskatningen på avkastningskravene på næringsinvesteringer i OECD-landene er drøftet i McKee m.fl. (1986).

Bidrag til forklaring av den lave spareraten i Norge.

Spareraten i Norge lå i perioden 1975–85 7,3% lavere enn i gjennomsnittet av de andre landene (7,2% når Vest-Tyskland holdes utenfor). Ved å multiplisere gjennomsnittsverdien for hver av forklaringsvariablene med de respektive regresjonskoeffisientene, finner vi hvor mye hver av dem bidrar til å forklare denne forskjellen. Dette følger av at alle variable i regresjonene er stilt opp som differanser mellom Norge og de andre landene. I tabell 4 har vi stilt opp en modell på denne måten, hvor vi har kombinert resultatene for finans- og realinvesteringene (regresjon FI og R12).

Ifølge denne modellen skulle spareraten for norske husholdninger i gjennomsnitt fra 1975 til 1985 ligge 6,0% lavere enn spareraten i de andre landene; 3,5% som følge av lavere realrente etter skatt, 1,7% fordi vi har så høye folketrygdinnbetalinger, 1,0% på grunn av lavere andel selvstendige og 0,4% kan tilskrives lavere inflasjon. En noe høyere realinntektsvekst har derimot trukket sparingen opp 0,6%. Den faktiske, observerte sparerateforskjell var 7,2%. Ifølge våre resultater er det altså den lave realrenten etter skatt i Norge som har bidratt mest til den lave spareraten, og den har virket negativt både på finans- og realinvesteringene. Estimeringsresultatene fra tabell 2 tyder på at for hvert prosentpoeng realrenten etter skatt øker, får vi en økning i spareraten på om lag 1,3 prosentpoeng.

Både for finans- og realinvesteringene er tallverdien av de estimerte forskjellene mindre enn de observerte. Ifølge vår modell skulle finansinvesteringene i Norge vært noe mindre negative, mens realinvesteringene skulle vært mindre positive. En årsak kan være at vi har utelatt variable for beskatning av boliger og annen realkapital. Vi får dermed ikke fullt ut fanget opp vridningen bort fra finanskapital over til realkapital. Dessuten kan det også tenkes at det er målefeil i det norske nasjonalregnskapet

Tabell 4. Estimert forklaring av den lave spareraten i Norge i forhold til de andre landene. (Tallene i parentes er virkningene på henholdsvis finans- og realinvesteringene)

Bidrag fra:	Sparing (finans- og realinv.)		
Realrente etter skatt	-3,5	(-2,3	-1,2)
Andel selvstendige	-1,0	(-1,0)
Konsumprisvekst	-0,4	(-0,5	+0,1)
Folketrygdinnbetaling	-1,7	(-2,9	+1,2)
Realinntektsvekst	+0,6	(	+0,6)
Faktisk differanse	-7,2	(-9,7	+2,5)
Estimert differanse	-6,0	(-6,7	+0,7)
Uforklart	-1,2	(-3,0	+1,8)

Basert på regresjon FI og R12 fra tabell 3. Virkningen på sparingen er beregnet som summen av virkningene på finans- og realinvesteringene.

ved dekomponering av sparingen. Som tidligere nevnt er finansinvesteringene i nasjonalregnskapet betydelig lavere enn i kredittmarkedsstatistikken.

Oppsummering

Resultatene i den statistiske analysen tyder på at den lave realrenten etter skatt er den viktigste årsaken til den lave spareraten for norske husholdninger i perioden 1975–85. Dette skyldes at fradragsretten for gjeldsrenter er mer omfattende i Norge enn i de fleste andre landene. Men også høye folketrygdinnbetalinger og forholdsvis lav andel selvstendig næringsdrivende har trukket sparingen ned i Norge. Alle disse faktorene virker primært til å redusere finansinvesteringene. De høye norske realinvesteringene er det derimot vanskeligere å finne noen god forklaring på. Dette har nok sammenheng med at vi ikke har tatt med noen variabel for hvorledes boliger og annen realkapital skattlegges i de ulike landene.

Som nevnt innledningsvis var ikke formålet med denne analysen å forklare spareratefallet i Norge de siste årene. Men det er

viktig, her til slutt, å spørre om noen av variablene som inngår i vår analyse, har endret seg drastisk slik at dette spareratefallet eventuelt kunne forklares. Realrenten etter skatt har økt betydelig de siste årene og har nærmet seg nivået i de andre landene. For de andre variablene har det ikke vært særlige endringer. Dette skulle tilsa en økning i likevektsnivået for spareraten, og ikke et fall.

Et naturlig spørsmål blir da om det er noen viktige variable vi har utelatt. En klar kandidat er kredittrasjonering, som skulle trekke sparingen opp. Opphevelsen av reguleringene på kredittmarkedet kan være en forklaring på de siste års spareratefall. Men kredittrasjonering kan ikke forklare hvorfor nordmenn sparte så lite før rasjoneringen ble fjernet. Utelatelse av denne variabelen vil derfor neppe svekke våre konklusjoner om hva som gjorde at nordmenn sparte så lite i perioden 1975—85.

Litteratur:

- Barro, R., 1974: «Are Government Bonds Net Wealth?» *Journal of Political Economy*, s. 905-926.
- Carroll, C. og L. H. Summers, 1987: «Why have private saving rates in the United States and Canada diverged?» *Journ. of monetary economics* No. 20/2 September 1987.
- Graham, J. W., 1987: «International differences in saving rates and the life cycle hypothesis». *European Economic Review* 31/1987.
- Hagemann, R. P., B. R. Jones og R. B. Montador, 1987: «Tax reform in OECD countries. Rationale and consequences». *Working Papers* No. 40, OECD Department of Economics and Statistics. En forkortet og bearbeidet versjon er gjengitt i *OECD Economic Studies* No. 10/Spring 1988.
- Klovland, J. T., 1980: «Rente og sparing». *NOU 1980:4 Rentepolitikk*, Vedlegg 2.
- Koskela, E., 1982: «Hur finansieras investeringarna i Finland, Norge och Sverige i framtiden?». *Ekonomisk Debatt* 7/82.

McKee, M. J., J. J. C. Visser og P. G. Saunders, 1986: «Marginal tax rates on the use of labour and capital in OECD countries». *OECD Economic Studies* No. 7/Autumn 1986.

Nesset, E., 1987: «En analyse av folketrygd og sparing». *Arbeidsnotat nr. 7/87*, Institutt for Økonomi, Universitetet i Bergen.

OECD, 1983: «Alternative Measures of Saving». *OECD Occasional Studies* Juni 1983.

OECD, 1986: *Personal income tax systems under changing conditions*.

OECD, 1987: *OECD National Accounts 1973-1985*.

Skånland, H., 1988: «Økonomiske perspektiver». Sentralbanksjefens årstale, gjengitt i *Penger og Kreditt* 1988/1.

Stokstad, P. E., 1988: *Husholdningenes sparing i Norge og 10 OECD-land*. Hovedoppgave til sosialøkonomisk embedseksamen, upublisert notat fra Norges Bank.

Sturm, P. H., 1983: «Determinants of saving: Theory and evidence». *OECD Economic Studies* No. 11 Autumn 1983.

Tullio, G. og F. Contesso, 1986: «Do after tax interest rates affect private consumption and savings? Empirical evidence for 8 industrial countries: 1970-1983». *Economic Papers* No. 51, Directorate General for Economics and Financial Affairs, Commission of the European Communities.

Vedlegg:

Den skattemessige behandlingen av gjeldsrenter i OECD-landene

Den skattemessige behandlingen av gjeldsrenter i personbeskatningen varierer mye mellom OECD-landene. Så vidt vi kjenner til, er det ikke tidligere blitt gjort noen alvorlige forsøk på å tallfeste hvorledes dette slår ut i den marginale skattesats på gjeldsrenter — dvs. den sats som angir hvor stor skattereduksjon en får ved en økning i renteutgiftene. I mange empiriske analyser hvor slike marginalsattesatser for flere land skulle ha inngått, har en i stedet benyttet andre, beslektede variable — for eksempel marginalsatt på arbeidsinntekt (McKee m.fl., 1986) eller en gjennomsnittssatt beregnet ved å ta skatteprovenyet fra personbeskatningen og dele på inntekten (Tullio og Contesso, 1986).

I tabell 5 har vi sammenfattet hvorledes renteutgifter behandles ved skattelikningen i OECD-landene, og for de fleste land har vi også gitt tallanslag for marginalskattesatser på gjeldsrenter.

I land hvor det ikke er fradragsrett for renteutgifter, er den marginale skattesatsen på gjeldsrenter lik null. For øvrige land bør i prinsippet den marginale skattesats lages som et gjennomsnitt av marginalskattesatsen for hver enkelt skatteytter. Særlig er dette viktig for de land som har en eller annen form for rentetak. Skatteyttere som «stanger» i rentetaket vil ha null i marginalskattesats, dvs. ingen fradragsrett ved små endringer i gjelden, og dette kan trekke gjennomsnittet kraftig ned.

Når det gjelder lån til forbruksformål, er det kun de nordiske landene Danmark, Finland, Norge og Sverige samt Luxemburg og Sveits som har fradragsrett for renteutgifter. I Finland er det et tak på hvor mye som kan trekkes fra.

For boliglån er bildet noe mer komplisert. Canada, New Zealand og Tyrkia har ikke fradragsrett. Japan, Vest-Tyskland og Australia har en så begrenset fradragsrett at de marginale avveiningene neppe påvirkes i særlig grad, og vi har derfor satt marginalskattesatsen lik null. Også i Østerrike, Finland, Frankrike, Irland, Italia og Storbritannia er det begrensninger i mulighetene til å trekke fra boligrenter, men beløps-gensene er her så høye at alle skatteyttere neppe utnytter fradragmulighetene fullt ut. Vi har for disse landene skjønsmessig antatt at 1/4 «stanger» i rentetaket. I Danmark, Hellas, Nederland, Norge, Portugal, Sveits, Sverige og USA er det full fradragsrett for boligrenter.

I de land hvor gjeldsrenter helt eller delvis kommer til fradrag i inntekten, må vi anslå en marginalskattesats for gjeldsrentene. Vi har benyttet marginalskattesats på arbeidsinntekt (men eksklusive folketrygdavgift) for en gjennomsnittlig industriarbeider, enslig og uten andre fradrag enn standardfradrag. Dette er de eneste tilgjengelige marginalskattesatser for alle landene, men dette gjør at våre anslag må tas med visse forbehold.

For det første er det neppe slik at en gjennomsnittlig industriarbeider i alle land tjener like mye som en gjennomsnittlig inntektstaker. Særlig for land som Italia og Portugal kan dette være et problem. Dessuten vil en gjennomsnittlig låntaker ofte ha høyere marginalskatt enn en gjennomsnittlig inntektstaker. I Norge er det slik at andelen gjeldsrentene utgjør av inntekten, øker jo større inntekten blir. Mens den gjennomsnittlige marginalskatt på nettoinntekt var på 30% i 1987, var den for gjeldsrenter på 40% når renteutgiftene for hver enkelt skatteytter brukes som vekter.

Til tross for disse svakhetene — både når det gjelder anslaget for hvor stor andel som «stanger» i rente-

Tabell 5. Marginale skattesatser på gjeldsrenter i 1987. Angir skattereduksjonen ved en økning i gjeldsrentene

	Marginalskatt på renter av lån til:					
	Hovedbolig		Tilleggsbolig		Forbruk	
	System	Sats	System	Sats	System	Sats
Australia	DSK	0	IF	0	IF	0
Belgia	DIF ¹	—	DIF ¹	—	IF	0
Canada	IF	0	IF	0	IF	0
Danmark	FIF	56	FIF	56	FIF	36
Finland ²	DIF	33	DIF	33	DIF	33
Frankrike ²	DSK	15	IF	0	IF	0
Hellas	FIF	—	FIF	—	IF	0
Irland ²	DIF	30	IF	0	IF	0
Italia ^{2,3}	DIF	18	DIF	18	IF	0
Japan	DSK	0	IF	0	IF	0
Luxemburg	DIF	—	DIF	—	FIF	34
Nederland	FIF	—	FIF	—	FIF	—
New Zealand	IF	0	IF	0	IF	0
Norge	FIF	40	FIF	40	FIF	40
Portugal	FIF	—	IF	0	IF	0
Spania	FSK	15	IF	0	IF	0
Storbritannia ²	DIF	23	IF	0	IF	0
Sveits	FIF	—	FIF	—	FIF	—
Sverige	FIF	40	FIF	40	FIF	40
Tyrkia	IF	0	IF	0	IF	0
USA	FIF	38	FIF	38	IF	0
Vest-Tyskland	DIF	0	IF	0	IF	0
Østerrike	DIF	—	DIF	—	IF	0

- IF : Ingen fradragsrett.
 FIF : Fullt inntektsfradrag.
 DIF : Delvis inntektsfradrag.
 FSK : Skattecreditt uten beløpsgrense.
 DSK : Skattecreditt med beløpsgrense.
 1 : Fullt fradrag mot inntekt av bolig og eiendom.
 2 : Antatt at 1/4 «stanger» i rentetaket.
 3 : Marginalskattesatser for Italia er skjønsmessig forhøyet til 25%.

Kilde: OECD (1986), Hagemann m.fl.(1987) og egne anslag.

taket og for valget av marginalskattesatser — synes hovedtrekkene meget klare. De nordiske landene samt USA har meget høye marginalskattesatser på gjeldsrenter. Og det er bare Norge, Sverige, Danmark, Nederland og Sveits som har helt fri fradragsrett for gjeldsrenter.

Skattemessig behandling av gjeldsrenter i hvert enkelt land

Australia. Kun renter på lån til kjøp av første hovedbolig kan trekkes fra. 30% av renteutgiftene trekkes fra i skatten, begrenset til de første fem årene. Fradraget er maksimalt 2 500 kroner første år, og synker gradvis. Beløpsgrensen er noe høyere når også barn eller studenter under 25 år bor i huset.

Belgia. Boliglånsrenter er fradragsberettiget kun mot faktisk og beregnet inntekt av bolig og eiendom.

Canada. Ingen fradragsrett.

Danmark. Alle renteutgifter er fradragsberettiget. Fra 1987 er den høyeste skattesats på gjeldsrenter 56%. Renter på forbrukslån er pålagt en avgift på 20%. Marginalskattesats for en gjennomsnittlig industriarbeider var 55,9% i 1983.

Finland. Alle renteutgifter er fradragsberettiget, men begrenset oppad til om lag 36 000 kroner i 1987, hvorav maksimalt 15 000 kroner kan være renter på forbruks- og studielån. Beløpsgrensene gjelder for enslige og ektefeller. Marginalskattesatsen for en gjennomsnittlig industriarbeider var i 1983 på 43,8%.

Frankrike. 20% av renteutgiftene på lån til hovedbolig kan trekkes fra i skatten, begrenset oppad til ca. 10 000 kroner pluss 1 500 kroner pr. barn.

Hellas. Fullt rentefradrag ved kjøp av fast eiendom. Høyeste skattesats er 63%. OECD (1986) gir her ingen marginalskattesats.

Irland. Etter 1983 er det bare lån til kjøp av hovedbolig som gir rett til fradrag i inntekten. Dette fradraget var i 1986/87 begrenset oppad til om lag 35 000 kroner for gifte par, 25 000 kroner for enker og enke-menn, og 20 000 kroner for enslige ellers. Øverste skattesats er 58%. Marginalskattesats for en gjennomsnittlig industriarbeider var 40,3% i 1983.

Italia. Boliglånsrenter er fradragsberettiget, men begrenset oppad til ca. 20 000 kroner (1983). En gjennomsnittlig industriarbeider tjente 67 000 kroner i 1983 og hadde en marginalskattesats på 18,2%.

Japan. Lån til egen hovedbolig gir rett til en skatte-kreditt på 1% av lånebeløpet i tre år etter kjøpet. Maksimal skatte-kreditt er om lag 6 000 kroner, og gis ikke ved inntekter ut over ca. 300 000 kroner.

Luxemburg. Renter på boliglån kan bare trekkes fra inntekten med inntil ca. 1 500 kroner pr. husstands-medlem. Andre renteutgifter er fullt ut fradragsberet-tiget. En gjennomsnittlig industriarbeider tjente i 1983 om lag 38 000 kroner og hadde en marginalskatt på 34%. Høyeste marginalskatt var i 57% (1987) på inntekter over 180 000 kroner.

Nederland. Full fradragsrett for alle typer gjeldsren-ter. En gjennomsnittlig industriarbeider tjente i 1983 96 000 kroner og hadde 17% i marginalskatt. Høyeste skattesats er 72% (1987).

New Zealand. Det ble tidligere gitt en skatte-kreditt på opp til 5 000 kroner for renter til hovedbolig. Denne ble tatt bort i 1984.

Portugal. Renter på lån til egen hovedbolig er fra-dragsberettiget. En gjennomsnittlig industriarbeider tjente 18 500 kroner i 1983 og hadde en marginalskatt på 7,6%. Høyeste skattesats var i 1987 på 60%.

Spania. Renteutgifter på lån til hovedbolig gir et fra-drag i skatten på 15%. Dessuten gis ytterligere 17% fradrag når lånet finansierer nybygg av bolig.

Storbritannia. Gjeldsrenter til hovedbolig er fradrags-berettiget for renter på gjeld opp til ca. 300 000 kro-ner. Den personlige inntektsskatten øker opp til 60%, mens standardsatsen, som omfatter om lag 95% av skatteyterne, er på 29%.

Sveits. Renteutgifter er fullt ut fradragsberettiget. Det er tre skatteregimer i Sveits, og den felles statskatten er minst viktig. Den maksimale marginale skattesat-sen for en innbygger i Zürich var i 1983 47,5%, på inntekter over 450 000 kroner. En gjennomsnittlig industriarbeider hadde i 1983 en inntekt på 130 000 og en marginalskatt på 17,8%.

Sverige. Renteutgifter er fullt ut fradragsberettiget. Maksimal skattesats på gjeldsrenter er 50%. En gjennomsnittlig industriarbeider tjente i 1983 83 200 norske kroner og hadde en marginalskatt på 39%.

Tyrkia. Ingen fradragsrett.

USA. Renteutgifter på hovedbolig og en tilleggsbolig er fradragsberettiget. I praksis tas det nok opp bety-delige lån til konsumformål som kalles boliglån. Det eneste kravet som stilles, er at det totale lån ikke skal overstige verdien på boligene. Den gjennomsnittlige marginalskattesatsen på finansinntekter er av OECD anslått til 38%.

Vest-Tyskland. Tidligere ingen fradragsrett. Fra 1983 er dette endret for nye boliger. Her gis et rentefradrag på nesten 40 000 kroner de første 3 årene. Andre lå-neformål gir ikke rett til rentefradrag.

Østerrike. Fradrag i inntekt både for renter og av-drag på boliglån, begrenset til ca. 5 000 kroner pr. ektefelle og 2 500 kroner pr. hjemneværende barn. Dessuten et tilsvarende fradrag for andre lån og visse forsikringspremier. Eget fradrag for renter og avdrag på energisparelån.

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, Kontoret for økonomisk informasjon, Bankplassen 2. Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo 1.

Anders Svor: «Kortsiktig likviditetsstyring – pengemarkedets likviditet. Analysetabeller og prognoser.» Arbeidsnotat 1988/7. 95 s. ISBN 82-90130-65-1

Løpende oversikt over utviklingen i pengemarkedets likviditetssituasjon er av avgjørende betydning for den kortsiktige pengepolitiske virkemiddelbruk. Norges Bank utarbeider daglige analysetabeller over utviklingen i pengemarkedets likviditet. Med bakgrunn i disse og kjennskap til sesongvariasjonene for de viktigste likviditetspåvirkende faktorene blir det laget prognoser for utviklingen de kommende dager og måneder. Prognosene gir så grunnlag for sentralbankens likviditetspolitiske tiltak.

Arbeidsnotatet omhandler analysetabellene og prinsippene bak prognoser for likviditetsutviklingen. Notatet beskriver de ulike likviditetspåvirkende faktorene, og spesielt omtales transaksjoner over statlige konti i Norges Bank og innbetalingsrutinene for skatter og avgifter.

Notatet er i første rekke beregnet på mottagerne av de daglige likviditetstabellene fra Norges Bank.

Sigbjørn Atle Berg: «Commercial Bank Profitability and the Level of Interest Rates.» Arbeidsnotat 1988/8. 28 s. ISBN-82-90130-69-4

Vi spør hvordan bankenes lønnsomhet endres som følge av et permanent skift i det generelle rentenivået. Første ordens virkning er åpenbart positiv, fordi bankenes netto beholdning av finanskapital er positiv. En positiv annen ordens virkning kan bankene oppnå dersom de er i stand til å erstatte finansielle innsatsfaktorer med ikke-finansielle. De siste er jo blitt relativt billigere som følge av renteøkningen. Vi undersøker hypotesen om positiv annen ordens virkning ved å estimere en profittfunksjon på kombinerte tidsserie- og tverrsnittsdata fra norske forretningsbanker. Vi finner ingen støtte for hypotesen om en positiv annen ordens virkning.

Bent Vale: «Makroøkonomisk stabilisering og kredittpolitikk - noen forenklinger og utvidelser av Leif Johansens modell.» Arbeidsnotat 1988/9. 46 s. ISBN 82-90130-70-8

Innenfor en keynesiansk makro-modell med spesifisert banksektor, som er en modifisert utgave av Leif Johansens modell, drøftes automatisk stabilisering og effektiviteten av politikkinstrumenter. Selv om et regime med kredittrasjonering og renteregulering kan hindre at svingninger i investeringsetterspørselen slår ut i nasjonalproduktet, har regimet mindre grad av automatisk stabilisering enn et regime med mar-

kedsbestemt rente overfor andre eksogene sjokk i økonomien. Ved å tillate et «gråmarked» ved siden av markedet for banklån mister kredittrasjoneringsregimet evnen til å motstå svingninger i investeringsetter-spørselen. Det er usikkert hvorvidt «gråmarkedet» bidrar til mer automatisk stabili-

sering overfor andre sjokk. Dess mer rentefølsomt kredittilbudet i «gråmarkedet» er, jo mer sannsynlig er det at en ved å forby «gråmarkedet» får mindre automatisk stabilisering ved endringer i husholdningenes adferd.

Valutabestemmelsene i ny utgave

Norges Banks hovedstyre vedtok 11. mai 1988 nye valutabestemmelser, som avløser forskrifter av 1. september 1978 med senere endringer gitt i valutameldinger og rundskriv.

Valutabestemmelsene er trykt i et eget hefte som vil bli oppdatert årlig. Endringer i bestemmelsene blir kunngjort i Norges Banks rundskriv.

Oppdaterte bestemmelser og rundskriv om endringer utsendes til faste mottakere

av Norges Banks rundskriv og til tidligere mottakere av valutameldinger. Oppføring i utsendelseslisten kan skje ved henvendelse til Informasjonskontoret, Norges Bank, fortinnsvi skriftlig. Bestemmelsene er også tilgjengelige ved Norges Banks distriktsavdelinger.

Norges Bank: *Valutabestemmelser*. Juli 1988. 62 sider. ISBN 82-90130-67-8.

Oversikt over kredittpolitisk virkemiddelbruk

Oppstillingen på de følgende sider har bare 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. 7. september 1988.

BANKENES LÅNEADGANG I NORGES BANK

D-lån (Se Rundskriv nr. 17/11. august 1988)

Periode	Låneramme, prosent av beregningsgrunnlaget	Gjennomsnittlig lån (mrd.kroner)	Rente		
			Periode	Nominell	Effektiv
1988			1988		
Januar	375	34,9	1.1. – 8.5.:	13,8%	14,7%
Februar	350	37,1	9.5. – 9.6.:	13,3%	14,1%
Mars	300	31,4	f.o.m. 10.6.:	12,8%	13,5%
April	370	41,9			
Mai	200 ¹⁾	30,7			
Juni	235	39,6			
Juli	185	30,8			
August	165	24,1			
September	175	...			

¹⁾ Nytt beregningsgrunnlag, se Rundskriv nr. 5/1988.

F-lån (Se Rundskriv nr. 17/11. august 1988)

Løpetid	Beløp (mrd.kroner)		Rente	
	Tegnet	Tildelt	Nominell	Effektiv
1988				
06.01–04.01.1989 (364 dgr)	33,1 ¹⁾	10,0	15,25%	15,25%
01.02–01.06 (121 dgr)	25,0 ¹⁾	6,0	14,60%	15,32%
01.03–01.09 (184 dgr)	17,9 ¹⁾	6,0	14,55%	15,07%
08.04–06.04.1989 (363 dgr)	19,0 ²⁾	6,0	14,75% ³⁾	14,76% ³⁾
02.05–01.08 (91 dgr)	27,9 ²⁾	6,0	14,30% ³⁾	15,09% ³⁾
01.06–03.10 (124 dgr)	22,2 ²⁾	4,0	13,36% ³⁾	13,96% ³⁾
01.09–01.06.1989 (273 dgr)	19,5 ²⁾	5,0	14,21% ³⁾	14,46% ³⁾

¹⁾Lagt ut ved «hollandsk» auksjon

²⁾Lagt ut ved «amerikansk» auksjon

³⁾Veid gjennomsnitt på bud som fikk tildeling

KRETTLOVENS VIRKEMIDLER I 1987 OG 1988

Banker

1987

1.1. – 31.5.

(Se Rundskriv nr. 36/29. desember 1986)

Primærreserver: 5% for banker i Sør-Norge
Banker i Nord-Norge var ikke pålagt primærreserver

Tilleggsreserver: Utgangspunkt var gjennomsnitt av beregningsgrunnlaget ved utgangen av juni, juli og august 1985 tillagt 22%. Vekst på 0–8% over utgangspunktet gav 15% deponering, vekst ut over 8% gav 25%.

1.6. – 30.6.

(Se Rundskriv nr. 12/9. juni 1987)

Primærreserver: Primærreserver for sør-norske banker opphevet.

Tilleggsreserver: Byggelån med attest eller konverteringstilsagn fra statens helligbanker ble tatt ut av beregningsgrunnlaget. Utgangspunktet ble satt til gjennomsnittet av summen av beregningsgrunnlaget og utestående byggelån m.m. ved utgangen av juni, juli og august 1985, tillagt 29%, fratrukket utestående byggelån m.m. ved utgangen av desember 1986. Vekst på 0–8% over utgangspunktet medførte tilleggsreserver på 15%, vekst ut over dette medførte en reserve på 25%.

1.7. – 8.10.

(Se Rundskriv nr. 16/24. juli 1987)

Tilleggsreserver: Endret ved at utgangspunktet ble hevet. 29% endret til 42% (se over).

F.o.m. 9.10.

(Se Rundskriv nr. 20/12. oktober 1987)

Tilleggsreserver: Opphevet med 30.09. som siste kontrolltidspunkt. Bankene måtte deponere tilleggsreserver også i oktober, november og desember på grunnlag av vekst i beregningsgrunnlaget t.o.m. september.

1988

Ingen endring

Finansieringsselskaper

1987

1.1. – 31.5.

(Se Rundskriv nr. 36/29. desember 1986)

Primærreserver: I Sør-Norge: 14% av utlån til private og kommuner i form av factoring, leasing og beholdninger av obligasjoner og sertifikater.
I Nord-Norge: Ikke pålagt primærreserver.

Utlånsregulering: Maksimum 10% eller 7 mill.kr. over nivået samme kvartal 1986 eller utgangen av 1986 for andre utlån til private og kommuner enn de som er inkludert i grunnlaget for primærreservekrav.

1.6. – 8.10.

(Se Rundskriv nr. 12/9. juni 1987)

Primærreserver: 9% i Sør-Norge
Nord-norske selskaper ikke pålagt primærreserver

Utlånsregulering: Uendret

F.o.m. 9.10.

(Se Rundskriv nr. 20/12. oktober 1987)

Primærreservekrav opphevet med virkning fra 15.10.
Mindre justering i utlånsreguleringen.

1988

1.1. – 30.6.

(Se Rundskriv nr. 24/21. desember 1987)

Mindre justeringer i utlånsreguleringen.
Adgang til omsetning av utlånskvoter mellom finansieringsselskaper.

F.o.m. 1.7.

(Se Rundskriv nr. 13/28. juni 1988)

Utlånsreguleringen avvirket.

Livsforsikringsselskaper

1987

F.o.m. 1.1. – 31.5. (Se Rundskriv nr. 36/29. desember 1986)
Primærreserver: 5% av utlån til private og kommuner.

F.o.m. 1.6. (Se Rundskriv nr. 12/9. juni 1987)
Primærreserver: Opphevet

1988
Ingen endring

Skadeforsikringsselskaper

1987

1.1. – 31.5. (Se Rundskriv nr. 36/29. desember 1986)
Utlånsregulering av ordinære utlån til private og kommuner:

Fra utgangen av 1986 kunne utlån økes med (a) 2,5% av det laveste av faktiske og tillatte utlån ved utgangen av 1985, og (b) 12,5% av økningen i premieinntekt for egen regning fra gjennomsnittet for 1982 og 1983 til gjennomsnittet for 1984 og 1985, men ikke ut over det firedobbelte av beløpet under (a).

F.o.m. 1.6. (Se Rundskriv nr. 12/9. juni 1987)
Utlånsregulering: Kvartalsvis kontroll mot tidligere halvårlig. (a) ble endret fra 2,5% til 5%, (b) ble endret fra 12,5% til 25% (se over).

1988

1.1. – 30.6. (Se Rundskriv nr. 24/21. desember 1987)
Utlånsregulering: (a) endret fra 5% til 2%, (b) endret fra 25% til 8% (se over). Samtidig ble utgangspunktet endret fra utgangen av 1986 til utgangen av 1987. Minstegrensen for utlånsregulering hevet til 25 millioner kroner. Adgang til omsetning av utlånskvoter mellom skadeforsikringsselskaper.

F.o.m. 1.7. (Se Rundskriv nr. 13/28. juni 1988)
Utlånsreguleringen avvirket.

Alle finansinstitusjoner

1987

F.o.m. 1.1. (Se Rundskriv nr. 36/29. desember 1986)
Garantiregulering: Utestående garantier på lån til publikum skal ikke utgjøre mer enn 95% av nivået ved utgangen av 1985. Fra 1.6.87 ble defisjonen av garantier endret slik at lån solgt med gjenkjøpsplikt innen to år skal regnes som garantier (Rundskriv nr. 21/22. mai 1987 fra Kredittilsynet).

1988

1.1. – 30.6. (Se Rundskriv nr. 24/21. desember 1987)
Garantiregulering: Minstegrensen for regulering av garantier fra finansierings- og skadeforsikringsselskaper hevet til 10 millioner kroner. Mindre endringer i beregningsgrunnlaget for bankenes minstegrense. Adgang til omsetning av garantikvoter mellom finansinstitusjoner.

F.o.m. 1.7. (Se Rundskriv nr. 13/28. juni 1988)
Garantireguleringen avvirket.

Emisjonsregulering

1987

F.o.m. 1.1. (Se Rundskriv nr. 13/1. juli 1987 og Nasjonalbudsjettet 1987)
Obligasjonslån som skal brukes til finansiering av utlån til boligformål, primærnæringene eller kommuner, blir kvoteregulert.

1988

1.1. – 30.6. *Ingen endring*

F.o.m. 1.7. (Se Rundskriv nr. 13/28. juni 1988)
Kvotereguleringen av obligasjonslån for finansiering av boligformål, primærnæringer og kraftverk opphevet.
Kommunenes obligasjonsopplåning fortsatt kvoteregulert.

Tabeller

- | | | | |
|-----|--|------|--|
| 1. | Norges Banks balanse | 14. | Balanseutdrag for skadeforsikrings-
selskaper |
| 2. | Utenriksregnskap for Norge | 15. | Beholdning av aksjer, registrert i
VPS, etter eiersektorer. Pålydende
og markedsverdi |
| 3. | Norske kroner: Kursindeksen samt
kurseroverfor en del enkelt valutaer.
Månedsgjennomsnitt av midtkurser
notert på Oslo Børs | 16. | Aksjekapitalen, registrert i VPS,
etter utstedersektorer. Pålydende
verdi |
| 4. | Pengemarkedets likviditet | 17. | Beholdning av obligasjoner,
registrert i VPS, etter eiersektorer.
Pålydende og markedsverdi |
| 5. | Forretnings- og sparebankenes
balanse | 18. | Beholdning av obligasjoner,
registrert i VPS, fordelt
på eier- og utstedersektorer.
Pålydende verdi |
| 6. | Forretnings- og sparebanker. Utlån
og innskudd fordelt på publikums-
sektorer | 19. | Indikator for husholdningenes
finansielle sparing etter finans-
objekter |
| 7. | Forretnings- og sparebanker. Kreditt
til publikum fordelt på arter. | 20. | Innenlandsk kredittilførsel til
publikum |
| 8. | Forretnings- og sparebankenes
samlede ordinære utlånsøkning
til publikum | 21. | Markedslån |
| 9. | Balanse for statsbanker | 22a. | Endringer i publikums likviditet
etter kilde |
| 10. | Balanse for private
finansieringsselskaper | 22b. | Endringer i publikums likviditet
etter kilde |
| 11. | Balanse for private kredittforetak | 22c. | Sammensetningen av publikums
likviditet |
| 12. | Balanseutdrag for livsforsikrings-
selskaper | 23. | Kortsiktige rentesatser |
| 13. | Balanseutdrag for private
og komm. pensj.kasser og -fond | | |

24.	Langsiktige rentesatser. Effektiv rente på statsobligasjoner	30.	Valutabankenes netto utestående valutaterminforretninger med andre sektorer mot oppgjør i norske kroner
25.	Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform	31.	Forretningsbankenes gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på utlån
26.	Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner	32.	Sparebankenes gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på utlån
27.	Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner ved utgangen av kvartalet		
28.	Rente- og kredittprovisjonsinntekter i prosent av midlere trukne utlån til norske låntakere	<i>Standard tegn:</i>	
		.	Tall kan ikke forekomme
		..	Oppgave mangler
		...	Oppgave mangler foreløpig
		—	Null
29.	Renteutgifter i prosent av midlere innskudd fra norske kunder	0	} Mindre enn en halv av den brukte enhet
		0,0	

Merk:

Hvis annen definisjon ikke er gitt, omfatter publikum «foretak, kommuner og privatpersoner», dvs. sektorene 03, 14–20 i Kredittmarkedsstatistikken.

Tabell 1. Norges Banks balanse (Mill. kroner)

	30/6 1987	30/9 1987	31/12 1987	31/3 1988	30/6 1988	31/7 1988
Internasjonale reserver	92630	101457	91317	92931	98450	96613
Motverdi av IMF's kronebeholdning	1607	1655	1775	1901	2008	2097
Andre fordringer på utlandet	23	23	23	0	0	0
Innskudd i norske banker	960	1019	2118	2090	2090	1922
Norske statskasseveksler og omsettelige sertifikater	24300	9760	11111	8054	10671	8459
Norske ihendehaverobligasjoner	18113	8307	13749	12383	11614	11331
Utlån til forretnings- og sparebanker	72317	56734	74263	60929	66514	60866
Utlån til private finansieringsselskaper	620	21	19	20	20	19
Statsgaranterte fiskelån	140	147	137	112	139	148
Andre utlån til publikum	261	265	269	269	238	257
Andre innenlandske fordringer etc.	2294	2683	2681	3005	2811	2405
Diverse reguleringer	4634	4642	0	1851	3544	826
Utgifter	6088	8723	0	2368	3462	4458
Fordringer i alt	223987	195436	197462	185913	201561	189401
Gjeld til utlandet	1845	2044	2199	1994	2108	2279
Motverdi av SDR i IMF	1439	1440	1483	1455	1427	1474
Sedler og mynt i omlop	27382	28419	30832	28263	27770	28276
Innskudd fra offentlig forvaltning	132044	96503	119272	100231	115615	98466
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	3117	1200	728	187	139	107
Innskudd fra andre finansinstitusjoner	100	209	283	1058	1192	1475
Innskudd fra Postverket (inkl. Postgiro)	539	1020	703	4055	1106	2151
Innskudd fra andre innenlandske sektorer	934	944	845	784	834	635
Skattefrie fondsavsetninger	1606	1518	1443	1293	1232	1094
Annen innenlandsk gjeld	5911	8410	111	2299	3345	4154
Fonds etc.	37972	37971	39563	39564	39564	39564
Diverse reguleringer	0	0	0	0	0	0
Innenlandske inntekter	7900	11366	0	3078	4879	6550
Utenlandske inntekter	3198	4392	0	1652	2350	3176
Gjeld og egenkapital i alt	223987	195436	197462	185913	201561	189401

Kilde: Norges Bank.

Tabell 2. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1986	1987	1/1-31/3	
			1987	1988
Varebalansen	-17 070	-6 634	1 319	-418
Tjenestebalansen	-770	-5 428	-164	227
Rente- og stonadsbalansen	-15 072	-15 517	-3 755	-4 485
A. Driftsbalansen	-32 912	-27 579	-2 600	-4 676
Herav:				
Skipsfart ¹⁾	16 008	9 879	4 402	1 013
Oljevirkksomhet ¹⁾	43 630	46 525	13 385	11 101
Andre sektorer	-92 550	-83 983	-20 387	-16 790
B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto	21 606	5 487	3 742	8 342
Herav:				
Statsforvaltningen	5 165	2 448	58	2 856
Kommuner, inkl. kommuneforetak	-276	-362	-663	502
Statsbanker	-1 462	-741	-284	-160
Forretnings- og sparebanker	13 014	2 115	2 417	-994
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	3 312	1 730	927	3 698
Skipsfart	-9 179	-5 663	-2 652	640
Oljevirkksomhet	9 203	4 285	2 808	695
Andre private og statlige foretak	1 829	1 675	1 131	1 105
C. Grunnbalansen (A+B)	-11 306	-22 092	1 142	3 666
D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank	-12 301	20 001	-1 318	-312
Herav:				
Statsforvaltningen	353	1	0	-21
Kommuner, inkl. kommuneforetak	1	-1 784	0	0
Statsbanker	-238	-450	-42	239
Forretnings- og sparebanker	-9 173	39 051	-467	9 787
Andre finansinstitusjoner, ekskl. Norges Bank	1 442	-121	841	142
Skipsfart	-93	347	514	-291
Oljevirkksomhet	8 539	5 267	-2 219	-46
Andre private og statlige foretak	-980	-5 574	-3 707	-2 077
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	-12 152	-16 736	3 762	-8 045
E. Endring i Norges Banks kortsiktige netto fordringer overfor utlandet (C+D)	-23 607	-2 091	-176	3 354
F. Tildelte SDR	-	-	-	-
G. Diverse reguleringer og poster som ikke inngår i internasjonale reserver	9 190	-1 389	-3 148	-1 740
Endring i Norges Banks totale fordringer på utlandet (E+F+G)	-14 417	-3 480	-3 324	1 614

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

Tabell 3. Norske kroner: Kursindeksen samt kurser overfor en del enkeltvalutaer.
Månedsgjennomsnitt av midtkurser notert på Oslo Børs

År og måned	Kurs- indeks	100 DEM	100 SEK	1 GBP	1 USD	100 JPY
1986						
Desember	114,14	379,27	109,04	10,816	7,5284	4,6391
1987						
Januar	114,11	385,82	108,52	10,798	7,1720	4,6393
Februar	113,14	383,80	107,77	10,695	7,0078	4,5672
Mars	112,75	377,77	108,02	11,024	6,9266	4,5748
April	111,96	373,89	107,26	11,034	6,7706	4,7392
Mai	111,33	372,55	106,47	11,107	6,6506	4,742
Juni	110,46	368,96	105,86	10,934	6,7124	4,6453
Juli	109,68	365,83	104,98	10,877	6,7549	4,4969
August	109,72	365,75	104,74	10,848	6,7915	4,6044
September	109,60	366,62	104,23	10,931	6,6442	4,6419
Oktober	109,85	367,59	104,33	11,006	6,6273	4,6257
November	111,98	381,56	105,74	11,389	6,4161	4,7447
Desember	114,15	390,33	107,35	11,654	6,3754	4,9722
1988						
Januar	112,97	384,38	106,42	11,446	6,3446	4,9831
Februar	111,95	377,95	106,04	11,276	6,4138	4,9646
Mars	112,23	377,46	106,51	11,585	6,3364	4,9797
April	110,90	371,18	105,48	11,644	6,2076	4,9665
Mai	109,76	365,22	104,78	11,553	6,1838	4,9578
Juni	109,98	363,76	104,77	11,370	6,3766	5,0141
Juli	111,20	364,08	105,85	11,445	6,7074	5,0400

Kilde: Oslo Børs, Norges Bank

Tabell 4. Pengemarkedets likviditet¹⁾. Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato. (Mill. kroner).

Likviditetstilførsel+ / inndragning-	1/1-31/7	
	1987	1988
1. Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	7096	13067
2. Stats-statsbankrap.	2042	-2989
3. Valutamarkedet	4921	-1202
4. Beholdning av sedler og mynt ³⁾	1993	1872
5. Norges Banks andre transaksjoner ³⁾	-6152	-5454
6. Sentralbanklikviditet	-20649	-9851
7. Reserver i alt (1+2+3+4+5+6)	-10749	-4557
8. Pliktige reserver ²⁾ (oppgang -)	9305	1408
9. Disponible reserver (7+8)	-1443	-3149
10. Frie reserver (9-6)	19206	6702

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) For banker uten primærreservekrav i henhold til kredittloven antar en at egne krav utgjør 1,4% av beregningsgrunnlaget.

3) Anslag.
Kilde: Norges Bank.

Tabell 5. Forretnings- og sparebankenes balanse (Mill. kroner)²⁾

	30/9 1986	31/12 1986	30/9 1987	31/12 1987	31/3 1988
Eiendeler:					
Primærlikvider	27089	19878	8838	10817	6789
Statsertifikater	227	302	360	252	3336
Andre sertifikater	3197	3308	15006	26755	28911
Stats- og statsbankobligasjoner	15038	32620	41374	34222	35800
Private og kommunale obligasjoner	11451	14139	15348	31470	33463
Innskudd i forretnings- og sparebanker	31402	17073	20942	16801	15768
Innskudd i utenlandske banker	15055	24003	21213	18945	17082
Lån til utlandet	16083	17476	18755	20825	19726
Utlån til publikum	237772	267707	307410	332581	342370
Utlån til private finansinstitusjoner ¹⁾	23699	27411	29163	20810	25176
Lisensierte valutalån til innlendinger	33778	34049	41741	40504	42779
Kronelån til oljevirksomhet	4646	4840	3566	2162	2219
Øvrige eiendeler	31048	29775	51368	41309	42838
Forvaltningskapital	450485	492581	575084	597453	616257
Gjeld og egenkapital					
Innskudd fra publikum	230706	245498	257850	283351	286365
Innlån i form av banksertifikater	1990	2475	22084	23751	29935
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	12066	13804	20220	16285	16772
Innskudd fra andre private finansinstitusjoner	12378	12477	13908	16480	23371
Innskudd fra statsbanker og andre statlige sektorer	5830	5910	5851	5637	6090
Lån og innskudd fra Norges Bank	27612	69413	56363	75512	61375
Lån og innskudd fra utlandet	92762	98260	126028	127567	131196
Skatteinnbetalinger	6230	736	5115	877	5918
Annen gjeld	35114	19781	36660	20845	28912
Aksjekapital	5955	6468	7531	7704	7766
Avsetninger, fond etc.	19842	17758	23474	19444	18557
Spesifikasjoner:					
Pliktige primærlikvider	22526	22628	4265	4810	3391
Beregningsgrunnlag	246660	280325	321968	370320	382667
Utnyttingsgrad for lån i Norges Bank, prosent	33,8	94,9	89,5	97,6	87,4
Nettofordringer på utlandet	-55747	-49681	-77784	-80075	-88578
Total valutaposisjon (inkl. terminforretninger)	-712	-3243	-1421	...	...

¹⁾ Inkl. utlån via omsetningsdokumenter.

²⁾ Tall for 1. og 2. kv. 1987 er ikke tilgjengelig.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank.

Tabell 6. Forretnings- og sparebanker. Utlån¹⁾ og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	31/12 1985	31/3 1986	30/6 1986	30/9 1986	31/12 1986	30/9 ²⁾ 1987	31/12 1987	31/3 1988
Utlån til:								
Kommuner	8961	8970	8472	8482	9451	10873	11876	12687
Næringslivet	84578	89929	91321	91606	105046	120177	128020	132632
Lønnstakere	122235	124269	131728	136365	151500	174536	190741	195421
Andre private sektorer	1083	1112	1189	1319	1710	1824	1916	1592
Utlån til publikum i alt	216857	224280	232710	237772	267707	307410	332553	342332
Innskudd fra:								
Kommuner	16434	17153	18318	15744	16422	14596	16630	15845
Næringsliv	85252	81885	75734	75490	82319	85641	98878	102358
Lønnstakere	131920	133316	136903	135579	143012	152807	164510	165058
Andre private sektorer	3227	3604	3905	3893	3746	4806	3334	3104
Innskudd fra publikum i alt	236833	235958	234860	230706	245499	257850	283352	286365

¹⁾ Ekskl. valutalån med lisens og kronelån til oljevirksomhet.

²⁾ Se note 2, tabell 5.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank.

Tabell 7. Forretnings- og sparebanker. Kreditte¹⁾ til publikum fordelt på arter (Mill. kroner)

År og måned	Bevilgede rammelån	Disponerte lån		Ihendehaver-obligasjoner og sertifikater	Kreditt til publikum i alt
		Rammelån	Nedbetalingslån		
1987 ²⁾					
Januar	...	70 780	190 857	17 897	279 534
Februar	...	77 533	192 230	23 625	293 388
Mars	...	83 929	195 838	15 493	295 260
April	...	81 155	194 424	14 227	289 806
Mai	...	83 768	193 130	13 581	290 479
Juni	...	89 109	207 720	11 924	308 753
Juli	...	85 432	212 289	14 753	312 474
August	...	84 779	214 074	16 187	315 040
September	...	89 137	218 294	17 460	324 891
Oktober	...	86 199	227 579	26 161	339 939
November	...	89 550	232 699	28 748	350 997
Desember	...	91 159	241 422	37 664	370 245
1988 ²⁾					
Januar	...	90 458	243 959	37 221	371 638
Februar	...	91 695	245 901	38 861	376 457
Mars	...	95 000	247 370	39 042	381 412
April	...	93 676	248 095	39 480	381 251
Mai	...	94 681	248 941	40 868	384 490
Juni	...	97 531	254 560	38 956	391 047

¹⁾ Eksklusive utlån via omsetningsdokumenter.

²⁾ Forelopige tall basert på manuelt innsamlet statistikk til Norges Bank for januar og februar og på maskinelle rapporter fra bankenes datasentraler f.o.m. mars 1987.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå, t.o.m. desember 1986.

Tabell 8. Forretnings- og sparebankenes samlede utlånsøkning¹⁾ til publikum (Mill. kroner)

	Faktiske tall		Sesongkorrigerede tall	
	Endring i mnd.	Kumulert endring	Endring i mnd.	Kumulert endring
1987 ²⁾				
Januar	-6 148	-6 148	-3 561	-3 561
Februar	8 067	1 919	7 870	4 309
Mars	10 088	12 007	9 248	13 557
April	-4 250	7 757	-2 839	10 718
Mai	1 333	9 090	503	11 221
Juni	19 932	29 022	14 164	25 385
Juli	887	29 909	7 356	32 741
August	1 120	31 029	4 587	37 328
September	8 529	39 558	7 060	44 388
Oktober	6 328	45 886	9 071	53 459
November	8 454	54 340	9 391	62 850
Desember	10 488	64 828	1 105	63 955
1988 ²⁾				
Januar	1 781	1 781	4 968	4 968
Februar	3 130	4 911	2 922	7 890
Mars	4 712	9 623	3 923	11 840
April	-497	9 126	1 176	13 016
Mai	2 815	11 941	1 748	14 764
Juni	7 355	19 296	593	15 357

¹⁾ Definert som disponerte utlån i alt (inkl. PSV-lån) til kommuner, foretak og privatpersoner i alt, inklusive utlån gitt via omsetningsdokumenter utstedt av private kredittforetak.

²⁾ Se note 2, tabell 7.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå, t.o.m. desember 1986.

Tabell 9. Balanse for statsbanker¹⁾ (Mill. kroner)

	30/6 1986	30/9 1986	31/12 1986	31/3 1987	30/6 1987	30/9 1987	31/12 1987	31/3 1988
Kassebeholdning og bankinnskudd	885	895	900	1 058	1 162	850	1 288	1 008
Utlån i alt	128 569	130 502	130 938	133 102	134 170	136 352	138 648	141 404
Herav:								
Til publikum	125 863	128 022	129 559	131 946	133 231	135 609	137 412	140 512
Andre fordringer på statskassen	3 291	3 291	3 441	3 441	3 441	3 441	3 441	3 441
Andre aktiva, inkl. utgifter	13 622	15 440	6 817	10 782	14 854	19 147	7 162	11 527
Aktiva i alt	146 367	150 128	142 096	148 383	153 627	159 790	150 539	157 380
Ihendehaverobligasjonslån								
Herav:								
i norske kroner	13 643	13 295	12 814	12 724	12 587	12 702	12 820	12 728
i utenlandsk valuta	13 969	14 025	13 338	12 584	12 058	11 449	11 270	10 709
Andre lån	99 524	99 783	104 160	106 200	110 247	110 395	115 937	116 397
Aksjekapital, fond m.v.	8 660	8 570	8 154	8 257	8 257	8 398	8 039	8 040
Andre passiva, inkl. inntekter	10 571	14 455	3 630	8 618	10 478	16 846	2 473	9 506
Passiva i alt	146 367	150 128	142 096	148 383	153 627	159 790	150 539	157 380

¹⁾ Eksklusive Postgiro og Postsparebanken.
Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 10. Balanse for private finansieringsselskaper (Mill. kroner)

	30/6 1986	30/9 1986	31/12 1986	31/3 1987	30/6 1987	30/9 1987	31/12 1987	31/3 1988
Bankinnskudd	2 687	3 855	1 753	2 300	3 811	4 996	3 492	8 824
Statskasseveksler og sertifikater	1 435	1 815	1 327	3 012	2 756	2 876	970	712
Ihendehaverobligasjoner	2 227	2 260	7 861	7 086	7 149	7 505	5 040	718
Utlån til publikum ²⁾	17 477	17 591	18 616	18 858	19 038	19 642	20 255	20 930
Utlån til andre sektorer ²⁾	5 877	9 953	11 097	11 144	9 654	9 294	10 197	9 414
Andre aktiva	5 688	10 262	10 252	7 960	10 483	13 694	20 086	9 294
Aktiva i alt ¹⁾	35 391	45 736	50 906	50 360	52 891	58 007	60 040	49 892
Finanssertifikater	2 564	2 175	1 778	3 088	3 107	2 834	3 830	3 396
Lån fra andre enn banker	15 711	22 186	18 518	17 532	16 269	18 577	20 915	20 083
Lån fra banker	11 858	13 395	22 303	24 179	26 029	26 230	18 354	18 795
Kapital, fond m.v.	2 871	3 423	3 735	4 034	4 186	4 786	5 557	5 410
Andre passiva	2 387	4 557	4 572	1 527	3 300	5 580	11 384	2 208
Passiva i alt	35 391	45 736	50 906	50 360	52 891	58 007	60 040	49 892

¹⁾ Utlån er ført netto.

²⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 11. Balanse for private kredittforetak (Mill. kroner)

	30/6 1986	30/9 1986	31/12 1986	31/3 1987	30/6 1987	30/9 1987	31/12 1987	31/3 1988
Sertifikater	136	5	486	917	1888	1190	4594	6202
Innskudd i norske banker	4343	3910	3766	3196	3104	3331	4372	3674
Ihendehaverobligasjoner	1282	2564	4667	7853	9578	9141	2143	4240
Utlån til:								
Finansinstitusjoner	619	500	1177	1432	435	511	856	253
Publikum ²⁾	57077	59966	66816	70395	78663	88411	98795	103045
Andre	8010	8722	9386	9771	9905	10465	10857	11716
Andre aktiva ^{1) 3) 5)}	6718	5194	5525	5110	4738	6007	5448	6302
Sum eiendeler	78185	80861	91823	98674	108311	119056	127065	135432
Kortsiktig gjeld	5412	4500	7295	6997	9666	14299	17522	17422
Langsiktig gjeld	68233	71247	79592	86815	93139	98234	103087	111287
Herav:								
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ⁴⁾	503782	53098	58028	62568	66699	71448	75590	79103
Egenkapital	3207	3222	3284	3324	3325	3329	3927	3937
Andre passiva	1333	1892	1652	1538	2181	3194	2529	2786
Sum gjeld og egenkapital	78185	80861	91823	98674	108311	119056	127065	135432

¹⁾ Omfatter bl.a. opptjente, ikke innbetalte inntekter og forskuddsbetalte kostnader.

²⁾ For avskrivning.

³⁾ Omfatter bl.a. påløpne, ikke forfalte kostnader og innbetalte, ikke opptjente inntekter.

⁴⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

⁵⁾ Underkurs ved utlån og avsetning til dekning av tap på utlån er fratrukket under «andre aktiva».

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 12. Balanseutdrag for livsforsikringsselskaper (Mill. kroner)

	30/9 1986	31/12 1986	31/3 1987	30/6 1987	30/9 1987	31/12 1987	31/3 1988	30/6 ¹⁾ 1988
Kassebeholdning og bankinnskudd	3298	2557	2614	3020	1959	3179	3742	3127
Stats- og statsbanksertifikater	20	41	6	0	0	0	0	0
Andre sertifikater	176	156	320	696	834	730	1099	844
Stats- og statsbankobligasjoner	8132	8110	8294	7784	7063	7391	6303	5675
Andre norske obligasjoner	24680	25508	26215	28908	30294	30029	32950	34907
Utlån til publikum	37290	40400	42632	45530	46887	48683	49945	51157
Utlån til andre sektorer	4132	4583	4911	5183	6559	7007	7615	8131
Andre spesifiserte aktiva	8849	8902	9235	6322	7412	7585	8548	9342
Aktiva i alt	86377	90257	93974	97443	101008	104604	110202	113183

¹⁾ Forelopige tall.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank.

Tabell 13. Balanseutdrag for private og komm. pensj.kasser og -fond¹⁾ (Mill. kroner)

	30/9 1986	31/12 1986	31/3 ²⁾ 1987	30/6 ²⁾ 1987	30/9 ²⁾ 1987	31/12 ²⁾ 1987	31/3 ²⁾ 1988	30/6 ²⁾ 1988
Kassebeholdning og bankinnskudd	2242	2600	2614	3287	3064	2842	2953	2827
Norske ihendehaverobligasjoner	7361	7832	7863	7885	8319	8752	8348	9254
Utlån	6132	6336	6752	6722	7213	7704	7338	8720
Andre spesifiserte aktiva	1643	1449	1518	1385	1209	1033	1004	1609
Aktiva i alt	17378	18217	18747	19279	19805	20331	19643	22410

¹⁾ Omfatter de institusjonene som var underlagt plasseringsplikt dvs. institusjoner med ca. 95% av forvaltningskapitalen.

²⁾ Forelopige tall basert på utvalg.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 14. Balanscutdrag for skadeforsikringsselskaper (Mill. kroner)

	30/6 1986	30/9 1986	31/12 1986	31/3 1987	30/6 1987	30/9 1987	31/12 1987	31/3 1988
Kassebeholdn. og bankinnskudd	4 508	4 240	4 823	4 478	4 834	4 783	4 927	5 036
Stats- og statsbanksertifikater	—	10	15	10	0	3	0	0
Andre sertifikater	184	120	145	126	225	161	124	121
Stats- og statsbankobligasjoner	925	1 128	451	372	455	222	272	203
Andre norske obligasjoner	947	1 071	1 516	1 423	1 423	1 674	1 637	2 284
Utlån til publikum	6 015	5 966	6 409	6 467	6 369	6 875	7 126	6 744
Utlån til andre sektorer	1 535	1 333	1 053	1 304	1 369	1 038	1 433	1 284
Andre spesifiserte aktiva	6 312	6 653	6 324	6 733	6 850	7 614	7 057	7 013
Aktiva i alt	20 426	20 521	20 736	20 913	21 525	22 370	22 576	22 685

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 15. Beholdning av aksjer, registrert i VPS, etter eiersektorer
Pålydende og markedsverdi (Mill. kroner)

Tabell 16. Aksjekapitalen, registrert i VPS, etter utstedersektorer
Pålydende verdi (Mill. kroner)

Tabell 17. Beholdning av obligasjoner, registrert i VPS, etter eiersektorer
Pålydende og markedsverdi (Mill. kroner)

Tabell 18. Beholdning av obligasjoner, registrert i VPS, fordelt på eier- og utstedersektorer
Pålydende verdi (Mill. kroner)

Tabell 19. Indikator for husholdningenes finansielle sparing etter finansobjekter
(Mill. kroner)

Note: Statistikken er under utvikling.

Tabell 20. Innenlandsk kredittilførsel til publikum (Mill. kroner)

	1986	1987	1/1-30/6	
			1987	1988 ²⁾
Forretnings- og sparebanker	50943	64828	29022	19296
Statsbanker ¹⁾	6748	8074	4164 ³⁾	4750 ³⁾
Private finansieringsselskaper	3240	1639	422	145
Skadeforsikringselskaper	529	717	221	-170
Livsforsikring, pensjonskasser	10643	11997	6471	4215
Kredittforetak, obligasjonsmarkedet	16621	38817	18160	8450
Aksjemarkedet	7428	...	...	...
Annen kreditt	57	535	30	-14
Innenlandsk kredittilførsel i alt	96209	...	...	...

¹⁾ Inkl. Postsparebanken.

²⁾ Delvis forelopige tall, delvis anslag.

³⁾ Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån.

Tabell 21. Markedslån (Milliarder kroner)

Pr. utgangen av	1985	1986		1987				1988	
	4.kv.	3.kv.	4.kv.	1.kv.	2.kv.	3.kv.	4.kv.	1.kv.	2.kv. ¹⁾
Garantert av:									
Private finansierings- selskaper	5,1	4,7	3,2	2,6	3,6	2,2	3,0	2,1	1,8
Skade-/kredittforsikrings- selskaper	9,3	8,8	9,8	10,0	9,9	10,6	9,3	9,4	10,3
Forretningsbanker	6,5	4,9	5,6	4,1	5,2	5,9	5,4	5,1	5,5
Sparebanker	2,3	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,4	2,0	1,7
Lån med garanti	23,2	20,3	20,4	18,5	20,4	20,7	20,1	18,6	19,3
Lån uten garanti formidlet av:									
Megler	4,5	8,5	9,4	10,2	10,8	10,4	8,1	7,0	6,9
Bank	1,9	2,8	2,9	2,6	2,4	2,9	2,7	2,5	2,5
Markedslån i alt	29,6	31,6	32,7	31,3	33,6	34,0	30,9	28,1	28,7

¹⁾ Foretopige tall.

Tabell 22a. Endringer i publikums likviditet etter kilde (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel (+)	1986	1987
Inndragning (-)		
I Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾ (-)	-196	7 641
II Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾	6 580	13 301
Herav:		
III Statsbankenes utlånsøkning	8 100	8 257
Forretnings- og sparebankenes kredittstilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	53 717	87 709
IV Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-3 065	-1 522
V Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	3 065	-15 215
VI Innenlandsk likviditetstilførsel (I+...V)	60 101	91 914
VII Statens lån/tilskudd til statlig petroleumsvirksomhet	9 432	7 717
VIII Forretnings- og sparebankenes utlån med valutalisens og kronelån til oljevirksomhet	17 053	7 711
IX Publikums netto valutasalg til de private banker, ekskl. salg i forbindelse med oljeskatter	-72 111	-53 963
X Endring i publikums likviditet i alt (VI+VII+VIII+IX)	14 475	53 379
Herav:		
Sedler og mynt	1 518	1 656
Innskudd på anfordring	1 720	43 176
Ubenyttede kassekreditter og byggelån	8 797	8 711
Tidsinnskudd ekskl. banksparing med skattefradrag	2 440	-164
XI Endring i publikums likviditet i prosent av likviditetsmassen ved inngangen til perioden	4,6	16,1
Oljeskatter	35 539	18 081

Fotnoter står under tabell 22c.

Tabell 22b. Endringer i publikums likviditet etter kilde. (I prosent av samlet likviditetsmasse ved inngangen til perioden.)

Likviditetstilførsel fra:	Året		Siste 12 mndr. pr.30/6		Tall for 1988 fra revidert nasjonalbudsjett 1988	
	1986	1987	1987	1988	%	Mrd. kr.
A. Sentralmyndighetene	2,0	6,3			0,7	-2,7
Ved inntektsunderskudd ³⁾	-0,1	2,3			-3,7	-14,3
Ved lånetransaksjoner	2,1	4,0			4,4	17,0
B. Private banker ⁴⁾	15,9	25,9			7,5	29,2
C. Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	1,0	-4,5			..	..
Innenlandsk likviditetstilførsel (A + B + C)	18,9	27,7	24,7	19,7	8,2	31,9
Publikums netto valutasalg til private banker ⁵⁾	-14,3	-11,6	-15,5	-5,6	-3,2	-12,4
Tilvekst i publikums likviditet	4,6	16,1	9,2	14,1	5,0	19,5

Fotnoter står under tabell 22c.

Tabell 22c. Sammensetningen av publikums likviditet (Mill. kroner)

Beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kassekreditter og byggelån	Sum	Tidsinnskudd ⁶⁾	Publikums likviditet i alt	Endring siste 12 mndr. i publikums likviditet i alt	
							Beløp	%
1984	22781	64665	31447	118893	157319	276212	45536	19,7
1985	25072	78783	39492	143347	174594	317941	41729	15,1
1986	26590	80503	48289	155382	177034	332416	14475	4,6
1987								
Januar	25213	101611	49765	176589	159304	335893	22232	7,1
Februar	25083	102750	50633	178466	165608	344074	30832	9,8
Mars	24396	106548	51523	182467	157951	340418	28809	9,2
April	24696	108425	52800	185921	158283	344204	35086	11,4
Mai	24535	109452	52800	186787	145822	332609	26876	8,8
Juni	25079	117757	52800	195636	151717	347353	29368	9,2
Juli	24997	116697	53100	194794	154007	348801	33621	10,7
August	24567	110586	54000	189153	163158	351311	36452	11,6
September	25879	110850	55000	191729	161982	353711	37304	11,8
Oktober	27002	119309	56000	202311	169000	371311	43901	13,4
November	26194	119539	57000	202733	169155	371888	50319	15,6
Desember	28246	123679	57000	208925	176870	385795	53379	16,1
1988 ⁷⁾								
Januar	25959	128865	58000	212824	188355	401179	65286	19,4
Februar	25931	125895	59000	210826	189459	400285	56211	16,3
Mars	25873	128401	55000	209274	187252	396526	56108	16,5
April	25523	130439	54500	210462	185430	395892	51688	15,0
Mai	25280	123966	52380	201626	183138	384764	52155	15,7
Juni	26380	135964	50960	213304	182893	396197	48844	14,1

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

¹⁾ Post I omfatter den del av statens overskudd for lånetransaksjoner og statsbankenes inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i inntekt 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 stonader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (inkl. ufordelt 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 (-), Folketrygd fondets nettokjøp av private og kommunale obligasjoner (+), statsbankenes utlånsøkning (+), statens spesifiserte

utlånsøkning og aksjekjøp (+), kontolån til statskassen fra publikum (-) og kreditt-tilførsel fra Norges Bank, Postgiro og Postsparebanken (+).

³⁾ Eksklusive oljeskatter.

⁴⁾ Eksklusive valutalån med lisens og bankenes kronelån til oljevirksomhet.

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

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

⁷⁾ Forelopige tall.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.

Tabell 23. Kortsiktige rentesatser (Prosent p.a.)

	Tomorrow/next Gjennomsnitt	Renter på NOK, beregnet på grunnlag av terminkurser. Gjennomsnitt ¹⁾		Marginalren- ten på banke- nes lån i Norges Bank pr. utgangen av måneden	Effektiv rente på statscertifi- kater ¹⁾
		1 mnd.	3 mnd.		
1986 Desember	17,8	17,6	16,7	14,8	15,6
1987 Januar	15,9	16,5	16,4	14,5	14,7
Februar	14,6	15,0	15,0	13,8	14,3
Mars	14,2	14,6	14,7	13,8	14,2
April	14,4	14,6	14,6	13,8	14,2
Mai	14,2	14,5	14,6	13,8	14,0
Juni	14,3	14,5	14,5	13,8	14,0
Juli	14,1	14,3	14,2	13,8	14,0
August	14,0	14,2	14,2	13,8	14,0
September	14,0	14,0	14,0	13,8	14,1
Oktober	13,8	14,0	14,0	13,8	14,0
November	13,7	14,7	14,9	13,8	14,0
Desember	14,0	15,0	15,3	13,8	14,2
1988 Januar	13,9	14,2	14,6	13,8	14,2
Februar	13,9	13,9	14,3	13,8	14,1
Mars	13,9	14,0	14,3	13,8	14,1
April	14,0	14,0	14,1	13,8	14,1
Mai	13,5	13,4	13,5	13,3	13,6
Juni	13,0	13,0	13,0	12,8	13,1
Juli	13,0	13,1	13,3	12,8	13,1

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 24. Langsiktige rentesatser. Effektiv rente på statsobligasjoner¹⁾ (Prosent p.a.)

	Gjenstående løpetid		
	0-3 år	3-6 år	6-10 år
1987 Januar	13,9	13,7	13,3
Februar	13,9	13,6	13,4
Mars	13,9	13,7	13,4
April	14,0	13,7	13,4
Mai	14,0	13,7	13,4
Juni	13,7	13,7	13,4
Juli	13,7	13,5	13,3
August	13,7	13,5	13,1
September	13,0	13,0	13,6
Oktober	13,6	13,5	13,1
November	13,8	13,6	13,3
Desember	13,8	13,6	13,3
1988 Januar	13,8	13,6	13,4
Februar	13,6	13,4	13,2
Mars	13,8	13,6	13,2
April	13,9	13,6	13,2
Mai	12,9	13,6	12,8
Juni	12,6	12,8	12,6
Juli	12,9	12,9	12,8

¹⁾ Helårlig etterskuddsrente ved utgangen av måneden.

Tabell 25. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
4. kvartal 1986	13,2	13,7	13,4
1. kvartal 1987	13,3	13,9	13,6
2. " "	13,5	14,0	13,7
3. " "	13,6	14,0	13,8
4. " "	13,9	14,2	14,0
1. kvartal 1988	13,9	14,3	14,0
2. " "	14,0	14,4	14,2

Kilde: Norges Bank

Tabell 26. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Kortsiktige utlån ¹⁾		Mellomlange og langsiktige utlån	Ikke rente-normerte utlån i alt	Utlån i alt
	I alt	Herav kassekreditter			
4. kvartal 1986					
Forretningsbanker	17,2	17,9	15,9	16,6	16,4
Sparebanker	16,3	16,9	15,2	15,6	15,5
Sum banker	16,9	17,6	15,6	16,1	16,0
1. kvartal 1987					
Forretningsbanker	16,4	16,6	16,3	16,4	16,3
Sparebanker	16,1	16,5	15,7	15,9	15,8
Sum banker	16,3	16,5	16,0	16,2	16,1
2. kvartal 1987					
Forretningsbanker	16,6	16,9	16,4	16,6	16,5
Sparebanker	16,4	16,7	15,8	16,1	16,0
Sum banker	16,5	16,9	16,1	16,4	16,3
3. kvartal 1987					
Forretningsbanker	17,3	17,7	16,7	17,0	16,9
Sparebanker	16,9	17,3	16,1	16,5	16,3
Sum banker	17,1	17,6	16,4	16,8	16,7
4. kvartal 1987					
Forretningsbanker	17,3	17,9	16,7	17,0	16,9
Sparebanker	17,2	17,8	16,4	16,7	16,6
Sum banker	17,3	17,9	16,5	16,9	16,8
1. kvartal 1988 ²⁾					
Forretningsbanker	17,5	18,2	16,8	17,2	17,1
Sparebanker	16,8	17,9	16,4	16,7	16,6
Sum banker	17,2	18,1	16,6	17,0	16,9

¹⁾ Kortsiktige utlån omfatter: Veksler, utlån mot avbetalingskontrakter, kassekreditter, byggelån i alt ekskl. boligbyggelån godkjent av statens boligbanker, og andre utlån med løpetid under ett år. Mellomlange og langsiktige utlån omfatter: Parter i ansvarlig lånekapital og andre utlån med løpetid ett år over samt utlån, ekskl. PSV-lån, via omsetningsdokumenter utstedt av private kredittforetak. (Normerte utlån er således ikke tatt med verken i kortsiktige eller mellomlange og langsiktige utlån.)

²⁾ Foreløpige tall.

Merk: Vi gjør 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 rentsats null. Det er en tendens til at slike utlån i sin helhet plasseres under utlånsarten «Andre kortsiktige utlån med løpetid under 1 år». Dette vil i så fall bidra til at det registrerte rentenivået trekkes nedover, og at dette særlig gjør seg gjeldende for de kortsiktige utlån. Det er grunn til å tro at andelen av utlån som har null i rentesats har økt i løpet av de siste par kvartaler.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 27. 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 under ett år	
4. kvartal 1986				
Forretningsbanker	7,5	11,5	13,1	10,4
Sparebanker	8,6	10,9	12,9	10,3
Sum banker	8,1	11,2	13,0	10,4
1. kvartal 1987				
Forretningsbanker	8,6	12,0	13,5	11,0
Sparebanker	9,0	11,5	13,2	10,8
Sum banker	8,8	11,7	13,4	10,9
2. kvartal 1987				
Forretningsbanker	8,5	11,9	13,3	10,8
Sparebanker	9,1	11,5	13,1	10,8
Sum banker	8,8	11,7	13,2	10,8
3. kvartal 1987				
Forretningsbanker	9,1	12,0	13,4	11,1
Sparebanker	9,2	11,7	13,3	10,9
Sum banker	9,1	11,8	13,4	11,0
4. kvartal 1987				
Forretningsbanker	9,9	12,2	13,7	11,5
Sparebanker	9,5	11,8	13,2	11,2
Sum banker	9,7	12,0	13,5	11,3
1. kvartal 1988 ¹⁾				
Forretningsbanker	10,0	12,3	13,4	11,5
Sparebanker	10,0	12,3	13,8	11,4
Sum banker	10,0	12,3	13,6	11,4

¹⁾ Forelopige tall.
Kilde: Norges Bank.

Tabell 28. Rente- og kredittprovisjonsinntekter i prosent av midlere trukne utlån¹⁾
til norske låntakere (Prosent p.a.)²⁾

	1983		1984		1985		1986	
	Renter	Renter og provisjoner	Renter	Renter og provisjoner	Renter	Renter og provisjoner	Renter	Renter og provisjoner
Veksler								
Forretningsbanker	13,0	16,0	13,8	17,2	13,6	17,1	13,5	16,8
Sparebanker	15,1	17,9	13,7	16,6	13,7	16,6	14,2	17,2
I alt	13,9	17,3	13,7	17,0	13,6	17,0	13,7	17,0
Utlån mot avbetalingskontrakter								
Forretningsbanker	14,5	16,1	14,2	15,8	14,3	15,8	14,4	16,0
Sparebanker	14,8	16,1	15,0	16,1	15,2	16,7	15,5	17,1
I alt	14,5	16,1	14,4	15,9	14,5	16,0	14,7	16,3
Kassekreditter								
Forretningsbanker	14,0	17,1	13,3	16,1	12,8	15,4	15,4	18,1
Sparebanker	13,2	16,1	12,3	15,2	11,9	14,8	13,0	16,3
I alt	13,8	16,8	13,0	15,9	12,6	15,3	14,7	17,6
Boligbyggelån vedrørende statens boligbanker								
Forretningsbanker	10,2	13,0	9,9	12,7	10,4	13,4	10,9	14,2
Sparebanker	9,9	12,2	9,9	12,1	9,7	12,0	10,1	12,6
I alt	10,1	12,6	9,9	12,3	10,0	12,6	10,4	13,3
Byggelån i alt ekskl. boligbyggelån godkjent av statens boligbanker								
Forretningsbanker	12,2	15,0	11,8	14,4	11,5	14,9	12,9	15,7
Sparebanker	11,9	14,3	11,6	13,8	11,3	13,6	12,3	14,9
I alt	12,1	14,7	11,7	14,1	11,4	14,3	12,7	15,4
Andre utlån under ett år								
Forretningsbanker	13,5	13,9	13,3	13,7	12,4	12,8	12,9	13,3
Sparebanker	14,6	15,3	13,3	14,0	13,6	14,4	13,6	14,1
I alt	13,8	14,3	13,3	13,8	12,8	13,3	13,2	13,6
Parter i ansvarlig lånekapital								
Forretningsbanker	9,2	9,2	9,2	9,2	11,9	11,9	9,4	9,4
Sparebanker	10,2	10,3	10,7	10,7	10,1	10,2	10,6	10,6
I alt	9,5	9,5	9,8	9,8	11,1	11,2	10,0	10,0
PSV-lån								
Forretningsbanker	11,4	11,5	12,0	12,1	12,2	12,3	12,5	12,6
Sparebanker	11,9	12,0	12,2	12,3	12,7	12,8	12,6	12,7
I alt	11,7	11,8	12,1	12,2	12,5	12,6	12,5	12,6
Andre utlån ett år og over								
Forretningsbanker	13,2	13,5	13,3	13,7	13,0	13,6	14,4	15,3
Sparebanker	13,4	13,7	13,2	13,5	13,1	13,6	14,2	14,9
I alt	13,3	13,6	13,2	13,5	13,0	13,6	14,3	15,1
Utlån i alt								
Forretningsbanker	13,2	14,5	13,1	14,3	12,8	14,1	14,3	15,7
Sparebanker	13,1	13,9	12,9	13,7	12,8	13,7	13,7	14,8
I alt	13,2	14,3	13,0	14,0	12,7	13,9	14,0	15,2
Kortsiktige utlån³⁾								
Forretningsbanker	13,6	16,2	13,1	15,5	12,6	14,9	14,3	16,3
Sparebanker	13,0	15,4	12,3	14,6	12,1	14,4	13,1	15,2
I alt	13,4	16,0	12,1	14,4	12,4	14,7	13,9	16,0
Mellomlange og langsiktige utlån³⁾								
Forretningsbanker	13,2	13,5	13,2	13,5	13,0	13,6	14,4	15,2
Sparebanker	13,4	13,7	13,2	13,5	12,9	13,4	14,1	14,8
I alt	13,3	13,6	13,2	13,5	12,9	13,5	14,2	14,9

1) Utlån i norske kroner til oljevirksomheten og utlån etter lisens er ikke med.

2) Procentsatsene for kredittprovisjoner i denne tabellen relaterer seg til trukne utlån og kan derved ha et annet innhold enn i tabell 26 og 27.

3) Rentenormerte utlån er ikke med.

Merk: De midlere trukne utlån er basert på tall pr. utgangen av de enkelte måneder. Dersom disse ultimotalt ikke er representative for de reelle gjennomsnitt, vil de beregnede prosenttall kunne gi et feil bilde.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 29. Renteutgifter i prosent av midlere innskudd fra norske kunder (Prosent p.a.)

	Folio- innskudd	Lønns- konti	Anfor- dring i alt	3 mndr. oppsigelse	12 mndr. oppsigelse	Langtids- sparing	Termin og andre vilkår under 1 år	1 år og over	Bundne innskudd	Tids- innskudd i alt	Alle innskudd
Forretnings- banker											
1984	5,8	7,2	6,3	6,8	7,6	10,2	12,0	11,4	8,1	10,2	9,2
1985	6,5	7,5	6,8	5,2	8,2	10,5	11,8	11,3	8,5	10,4	9,4
1986	7,7	7,8	7,7	6,2	9,0	11,0	12,7	12,6	8,6	11,2	10,2
Spare- banker											
1984	5,4	7,1	6,4	5,0	7,6	10,5	11,3	11,9	8,4	9,0	8,4
1985	6,7	7,7	7,3	5,1	7,7	10,3	11,3	12,1	8,5	9,4	8,9
1986	8,1	8,0	8,1	5,6	7,9	11,3	11,8	12,8	8,7	10,2	9,6

Merk: De midlere innskudd er basert på tall pr. utgangen av de enkelte måneder. Dersom disse ulitmotall ikke er representative for de reelle gjennomsnitt, vil de beregnede prosenttall kunne gi et feil bilde.

Kilde: Norges Bank

Tabell 30. Valutabankenes utestående valutaterminforretninger med andre sektorer mot oppgjør i norske kroner¹⁾ (Milliarder kroner)

Pr. utgangen av	Netto kjøpt					Kjøpt, bto.		Solgt, bto.	
	Sentralmyndighetene ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Publikum	Utlandet	Sum	Publikum	Utlandet	Publikum	Utlandet
1986 Desember	2,9	-4,1	10,1	1,5	10,4	35,3	79,3	25,2	77,8
1987 Januar	6,9	1,6	9,3	4,8	22,6	26,2	85,1	16,9	80,3
Februar	3,5	-0,1	10,1	5,4	18,9	25,3	84,2	15,2	78,8
Mars	4,1	0,2	10,7	7,4	22,4	25,7	77,4	15,0	70,0
April	1,1	-8,1	11,7	9,4	14,1	25,9	76,4	14,2	67,0
Mai	1,6	-0,7	8,3	10,9	20,1	22,3	72,9	14,0	62,0
Juni	2,2	-1,4	8,0	13,3	22,1	21,9	69,4	13,9	56,1
Juli	0,0	2,2	9,7	19,3	31,2	22,9	71,9	13,2	52,6
August	0,0	-1,3	10,9	19,2	28,8	23,0	68,8	12,1	49,6
September	0,0	-7,3	12,8	22,3	27,8	23,7	74,4	10,9	52,1
Oktober	0,0	-3,0	12,7	27,6	37,3	25,6	89,4	12,9	61,8
November	0,0	-0,9	14,9	24,1	38,1	29,0	92,8	14,1	68,7
Desember	0,0	-1,6	10,2	26,2	34,8	26,6	93,9	16,4	67,7
1988 Januar	0,0	-3,7	13,2	27,5	37,0	27,0	92,8	13,8	65,3
Februar	0,0	-2,4	13,7	27,7	39,0	27,1	87,6	13,4	59,9
Mars	0,0	-3,1	14,5	27,0	38,4	28,4	84,2	13,9	57,2
April	0,0	-11,9	13,6	31,4	33,1	27,5	82,6	13,9	51,2
Mai	0,0	-4,7	14,4	31,7	41,4	28,8	84,5	14,4	52,8
Juni	0,0	-1,6	13,7	31,3	43,4	29,6	84,3	15,9	53,0
Juli	0,0	-4,4	14,0	30,1	39,7	28,0	86,1	15,0	56,0

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 31. Forretningsbankenes gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på utlån.
Pr. 31. desember 1986

Rente- intervall	Ikke rentenormerte utlån i alt		Ikke rentenormerte kortsiktige utlån		Ikke rentenormerte, mellomlange og langsiktige utlån		Utlån i alt	
	Gj.sn. rente- og prov.sats	Andel av utlån i %	Gj.sn. rente- og prov.sats	Andel av utlån i %	Gj.sn.- rente- og prov.sats	Andel av utlån i %	Gj.sn. rente- og prov.sats	Andel av utlån i %
0-0,99	0,000	0,94	0,000	2,15	0,000	0,13	0,000	0,90
1,0-1,99	1,433	0,01	1,448	0,02	1,000	0,00	1,430	0,01
2,0-2,99	2,214	0,02	2,184	0,02	2,227	0,02	2,214	0,02
3,0-3,99	3,083	0,00	3,027	0,00	3,087	0,01	3,083	0,00
4,0-4,99	4,313	0,42	4,34	0,03	4,312	0,68	4,305	0,41
5,0-5,99	5,463	0,48	5,343	0,34	5,510	0,58	5,464	0,47
6,0-6,99	6,613	0,23	6,480	0,04	6,623	0,36	6,612	0,22
7,0-7,99	7,291	0,42	7,213	0,14	7,303	0,61	7,294	0,41
8,0-8,99	8,542	0,71	8,412	0,19	8,557	1,07	8,542	0,69
9,0-9,99	9,351	0,45	9,534	0,18	9,316	0,63	9,351	0,43
10,0-10,99	10,482	0,42	10,442	0,21	10,491	0,56	10,482	0,40
11,0-11,99	11,731	0,37	11,767	0,23	11,719	0,47	11,847	0,96
12,0-12,99	12,629	1,47	12,381	0,63	12,679	2,04	12,603	2,92
13,0-13,99	13,675	5,41	13,640	1,39	13,679	8,09	13,616	6,02
14,0-14,99	14,519	7,32	14,538	4,07	14,514	9,49	14,519	7,21
15,0-15,99	15,502	16,75	15,566	8,56	15,485	22,20	15,502	16,16
16,0-16,99	16,507	20,34	16,549	22,05	16,475	19,21	16,507	19,56
17,0-17,99	17,522	19,97	17,578	29,60	17,441	13,55	17,516	19,73
18,0-18,99	18,473	12,06	18,442	10,57	18,490	13,04	18,471	11,72
19,0-19,99	19,509	5,43	19,503	7,77	19,518	3,88	19,509	5,22
20,0-20,99	20,327	3,28	20,265	4,42	20,398	2,51	20,327	3,15
21,0-21,99	21,511	1,08	21,580	1,71	21,391	0,66	21,511	1,04
22,0-22,99	22,667	0,64	22,692	1,45	22,434	0,10	22,667	0,62
23,0-23,99	23,506	0,11	23,500	0,24	23,558	0,02	23,497	0,11
24,0-24,99	24,308	0,15	24,301	0,35	24,559	0,01	24,308	0,14
25,0-25,99	25,499	0,27	25,501	0,67	25,035	0,00	25,499	0,26
26,0-26,99	26,417	0,14	26,417	0,34	26,240	0,00	26,418	0,13
27,0-27,99	27,314	0,18	27,253	0,30	27,441	0,10	27,314	0,17
28,0-28,99	28,615	0,11	28,615	0,27			28,615	0,10
29,0-29,99	29,413	0,52	29,413	1,30	29,630	0,00	29,413	0,50
Storre/lik. 30,00	32,835	0,31	32,836	0,77	31,938	0,00	32,835	0,29
I alt	16,553	100,0	17,415	100,0	15,980	100,0	16,439	100,0

Kilde: Norges Bank.

Tabell 32. Sparebankenes gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på utlån.
Pr. 31. desember 1986

Rente- intervall	Ikke rentenormerte utlån i alt		Ikke rentenormerte kortsiktige utlån		Ikke rentenormerte, mellomlange og langsiktige utlån		Utlån i alt	
	Gj.sn. rente- og prov.sats	Andel av utlån i %	Gj.sn. rente- og prov.sats	Andel av utlån i %	Gj.sn.- rente- og prov.sats	Andel av utlån i %	Gj.sn. rente- og prov.sats	Andel av utlån i %
0-0,99	0,006	0,38	0,010	0,76	0,002	0,26	0,006	0,36
1,0-1,99	1,404	0,02	1,319	0,06	1,695	0,01	1,404	0,02
2,0-2,99	2,669	0,01	2,705	0,05	2,290	0,00	2,669	0,01
3,0-3,99	3,330	0,00	3,253	0,01	3,392	0,00	3,330	0,00
4,0-4,99	4,379	0,01	4,086	0,02	4,606	0,01	4,379	0,01
5,0-5,99	5,290	0,06	5,198	0,03	5,301	0,07	5,290	0,06
6,0-6,99	6,603	0,39	6,583	0,12	6,605	0,48	6,605	0,38
7,0-7,99	7,637	0,44	7,558	0,09	7,640	0,54	7,637	0,42
8,0-8,99	8,556	1,01	8,612	0,26	8,552	1,24	8,556	0,97
9,0-9,99	9,240	0,81	9,372	0,16	9,234	1,01	9,241	0,78
10,0-10,99	10,454	0,43	10,599	0,20	10,437	0,50	10,475	0,44
11,0-11,99	11,636	0,5	11,525	0,30	11,654	0,57	11,716	1,39
12,0-12,99	12,553	1,53	12,490	1,14	12,566	1,64	12,418	2,59
13,0-13,99	13,547	10,36	13,919	6,88	13,534	11,42	13,488	11,93
14,0-14,99	14,465	17,19	14,586	9,42	14,447	19,56	14,463	16,62
15,0-15,99	15,414	25,52	15,502	16,38	15,398	28,30	15,413	24,44
16,0-16,99	16,515	20,09	16,561	27,34	16,494	17,89	16,515	19,20
17,0-17,99	17,455	9,27	17,492	15,36	17,431	7,41	17,454	8,88
18,0-18,99	18,410	6,35	18,436	9,38	18,396	5,43	18,409	6,08
19,0-19,99	19,317	2,87	19,319	5,11	19,316	2,19	19,317	2,75
20,0-20,99	20,482	1,45	20,520	3,15	20,442	0,93	20,482	1,39
21,0-21,99	21,440	0,44	21,497	0,96	21,380	0,28	21,440	0,42
22,0-22,99	22,384	0,23	22,444	0,72	22,225	0,08	22,384	0,22
23,0-23,99	23,307	0,16	23,452	0,26	23,224	0,14	23,344	0,18
24,0-24,99	24,421	0,07	24,452	0,26	24,282	0,02	24,421	0,08
25,0-25,99	25,230	0,06	25,230	0,24	25,550	0,00	25,231	0,05
26,0-26,99	26,604	0,07	26,630	0,27	26,343	0,01	26,604	0,07
27,0-27,99	27,324	0,04	27,317	0,17	27,690	0,00	27,325	0,04
28,0-28,99	28,565	0,11	28,571	0,44	28,403	0,01	28,560	0,10
29,0-29,99	29,486	0,06	29,486	0,25			29,487	0,06
Storre/lik. 30,00	33,566	0,06	31,537	0,23	86,960	0,00	33,566	0,05
I alt	15,614	100,0	16,624	100,0	15,307	100,0	15,490	100,0

Kilde: Norges Bank.

Norges Bank Oslo

	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Telex</i>	<i>Telefax</i>
	Hovedkontoret, Bankplassen 2 Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo 1	(02) 31 6000	71369 nbank n	(02) 41 31 05

Norges Banks seddel- og myntproduksjon

Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179, Sentrum, 0107 Oslo 1	(02) 31 6000	19888 nbs n	
Den Kongelige Mynt	Postboks 53, 3601 Kongsberg	(03) 73 53 00	17211 mynt n	

Norges Banks avdelinger

Reg. nr.

0615	Arendal	Postboks 23, 4801 Arendal	(041) 26 110	21760 nba n	(041) 22894
0616	Bergen	Postboks 699, 5001 Bergen	(05) 31 81 50	42155 nbber n	(05) 31 13 12
0663	Bodo	Postboks 114, 8001 Bodo	(081) 21 060	64353 nbbo n	(081) 23 453
0618	Drammen	Postboks 2278, 3003 Drammen	(03) 83 74 91	19790 nbd n	(03) 83 08 09
0660	Fredrikstad	Postboks 144, 1601 Fredrikstad	(09) 31 49 00	19820 nbfd n	(09) 31 83 70
0620	Gjøvik	Postboks 13, 2801 Gjøvik	(061) 75 100	19830 nbgk n	(061) 79 068
0621	Halden	Postboks 278, 1751 Halden	(09) 18 05 11	19840 nbhdn n	
0662	Hamar	Postboks 115, 2301 Hamar	(065) 33 622	19860 nbhm n	(065) 27 854
0623	Hammerfest	Postboks 55, 9601 Hammerfest	(084) 11 344	64354 nbhf n	(084) 13 981
0624	Haugesund	Postboks 233, 5501 Haugesund	(047) 28 500	42893 nbhd n	(047) 16 117
0625	Kristiansand S.	Postboks 204, 4601 Kristiansand S.	(042) 23 070	21880 nbch n	(042) 70 140
0626	Kristiansund N.	Postboks 80, 6501 Kristiansund N.	(073) 72 911	15261 nbcs n	(073) 74 706
0627	Larvik	Postboks 140, 3251 Larvik	(034) 81 300	21890 nbl n	(034) 82 230
0628	Lillehammer	Postboks 370, 2601 Lillehammer	(062) 50 045	71834 nblil n	(062) 59 944
0630	Skien	Postboks 87, 3701 Skien	(03) 52 75 40	21107 nbsk n	(03) 52 96 27
0631	Stavanger	Postboks 18, 4001 Stavanger	(04) 52 00 00	33047 nbsta n	(04) 52 35 06
0632	Tromsø	Postboks 475, 9001 Tromsø	(083) 55 411	64141 nbtrm n	(083) 58 839
0633	Trondheim	Postboks 564, 7001 Trondheim	(07) 52 80 60	55056 nbtrh n	(07) 52 63 57
0634	Vardo	Postboks 68, 9951 Vardo	(085) 87 621	64355 nbvar n	(085) 88 398
0614	Ålesund	Postboks 380, 6001 Ålesund	(071) 21 710	42894 nbaal n	(071) 29 886

Returadresse:

Norges Bank, Informasjonsseksjonen

Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo 1

(P.O.Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo 1, Norway)