



NORGES BANK

# ARKIV EKSEMPLAR

Penger og Kreditt

1987/3

NORGES BANKS  
BIBLIOTEK

Norges Banks bibliotek



013071VPA



**Penger og Kreditt**  
**Nr. 3/september 1987/årg. 15**

**Norges Bank**

**NORGES BANKS  
BIBLIOTEK**

*INNHOLD*

A:

- 103\* Økonomisk oversikt  
103\* Kap. 1. Den økonomiske situasjonen  
115\* Kap. 2. Aktuell utdyping: Konjunktursituasjonen internasjonalt  
120\* Kap. 3. Tema-artikkel: Utviklingen i det norske valutamarkedet hittil i 1987  
127\* Kap. 4. Nytt siden sist: Utviklingen i penge-, kapital- og valutamarkedene

B:

- 121 Det norske pengemarkedet  
*Audun Gleinsvik*
- 130 Den penge- og valutapolitiske styring  
*Hermod Skånland*
- 141 Arbeidsdelingen og konkurransesituasjonen på kredittmarkedet.  
Mulige utviklingstendenser fremover  
*Jon A. Solheim*
- 149 Valutakurssvingninger og utenrikshandel  
*Odd Per Brekk*
- 155 Oversikt over gjeldende kredittpolitiske bestemmelser
- 161 Tabeller

*Redaksjonen avsluttet:*

Del A: 16. september 1987  
Del B: 10. september 1987  
Tabelldelen: 20. august 1987

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal  
av Norges Bank, Oslo

Redaktør: Hermod Skånland  
Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastøyl  
Redaksjonsutvalg: Jarle Berge, Utrednings- og statistikkavdelingen (leder)  
Arne Bondevik, Sekretariats- og rettsavdelingen  
Harald Bohn, Økonomisk avdeling  
Leif T. Eide, Markedsoperasjonsavdelingen  
Jon Petter Holter, Utrednings- og statistikkavdelingen  
Liv Kielland, Administrasjonsavdelingen  
Einar Magnussen, Administrasjonsavdelingen  
Jon A. Solheim, Finansmarkedsavdelingen  
Oddvar Trones, Bankavdelingen

Redaksjonens adresse:  
Norges Bank, Informasjonsseksjonen  
Boks 1179 Sentrum  
0107 Oslo 1  
Telex: 71 369 nbank n

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 10 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



*Indikatorer for etterspørsel, produksjon og arbeidsmarked gir til dels motstridende signaler om utviklingen i norsk økonomi. Fastlands-Norges etterspørsel og produksjon har etter helt foreløpige nasjonalregnskapstall vist nedgang i 1. halvår, mens utviklingen i sysselsettingen og ledighet peker i retning av fortsatt vekst i økonomien. Den samlede kreditttilførsel til private og kommuner i første halvår 1987 avvok imidlertid ikke særlig fra opplegget i Revidert nasjonalbudsjett. Låneetterspørselen ble i langt større grad enn forutsatt dekket av en sterk innenlandsk kreditt ekspansjon, mens det faktisk var utgang av kapital fra private og kommuner til utlandet. Samtidig har private og kommuner økt sine fordringer mer enn antatt, slik at nettogjeldsøkningen i 1. halvår 1987 er i rimelig samsvar med opplegget i Revidert nasjonalbudsjett. Utviklingen på kredittmarkedet er dermed i samsvar med en forutsetning om et fall i etterspørselen for Fastlands-Norge.*

*Den norske kronen styrket sin posisjon gjennom 1. halvår, og Norges Bank har de siste månedene kjøpt valuta for å hindre kronkursen i å stige ytterligere. Det er også registrert kapitalinngang til bankene, som har sikret en netto kapitalinngang til Norge i 1. halvår. Inngangen til bankene kan i første rekke tilskrives utlendingers kjøp av norske kroner på termin for å oppnå kronerente på sine midler. Denne form for kapitalbevegelser er kortsiktige og potensielt ustabile ved forventningsskift, slik at situasjonen på valutamarke- det fortsatt er labil. Det er derfor viktig at det stramme økonomiske opplegget videreføres i 1988, og at det ikke skapes frykt for at kostnadsutviklingen og neste års inntektsoppgjør skal kunne true kursstabiliteten.*

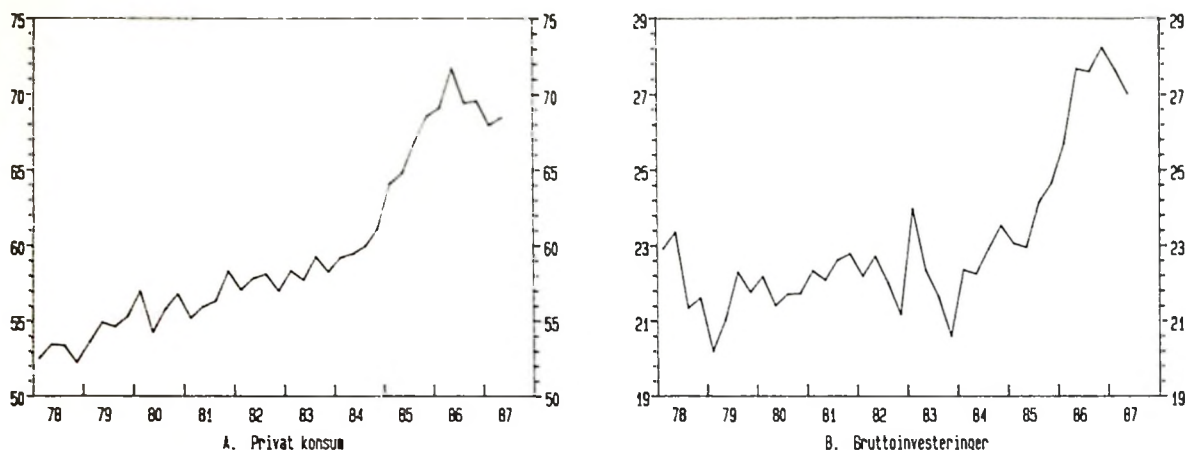
*Nedgang i innenlandsk etterspørsel, men vekst i eksporten fra Fastlands-Norge*

De siste oppgaver over varekonsum, byggevirksomhet og industriinvesteringer tyder på nedgang i innenlandsk etterspørsel. Utviklingen i varekonsumet til og med juli tyder på at den sterke nedgangen i begynnelsen av året i noen grad er bremset opp de siste månedene. I 2. kvartal var likevel varekonsumet 9% lavere enn ett år tidligere. Nedgangen er konsentrert om varige forbrugsgoder, og da spesielt bilsalget, som var 39% lavere i årets 7 første måneder enn i samme periode året før. Veksten i tjenestekonsumet fortsetter imidlertid i om lag samme takt som tidligere og var ifølge foreløpige og usikre nasjonalregnskapstall 6% høyere i 2. kvartal i år enn i samme periode i fjor. Igangsettingen av boliger og næringsbygg ser også ut til å bli noe lavere enn tidligere lagt til grunn, men ligger fortsatt

høyt. Sammen med stor beholdning av bygg under arbeid og høy fullføring medfører dette at samlet byggeaktivitet er på et meget høyt nivå. Ifølge det kvartalsvise nasjonalregnskapet kulminerte bruttoinvesteringene i Fastlands-Norge i 4. kvartal i fjor på et nivå 38% høyere enn siste bunnpunkt, i 4. kvartal 1983. Heller ikke petroleumsinvesteringene vil gi positive vekstbidrag til norsk økonomi i år. Ifølge siste telling fra Statistisk Sentralbyrå venter selskapene en verdinedgang på vel 5% i påløpte investeringskostnader i år. Dette skulle tilsi en noe sterkere volumnedgang, også for denne sektoren fra et meget høyt nivå.

I tråd med nedgangen i innenlandsk etterspørsel, spesielt varekonsumet, har importvolumet av tradisjonelle varer falt det siste året. Nedgangen fra 2. kvartal i fjor til 2. kvartal i år har vært på 8,3%. Nedgangen har vært noe sterkere enn fallet i innenlandsk

Figur 1.1. Privat konsum og bruttoinvesteringer for Fastlands-Norge. Sesongjusterte tall i faste 1986-priser



Både privat konsum og bruttoinvesteringene for Fastlands-Norge har vist en klar avdemping fra 2. kvartal 1986 etter den kraftige veksten de foregående kvartaler. Nivået for seriene er fortsatt svært høyt. Både husholdningene og foretakene utenom olje og sjøfart vil få en sterk økning i sin nettogjeld også i 1987. (Selv om gevinster som skyldes økt verdi av eksisterende realkapital kan virke i motsatt retning.)

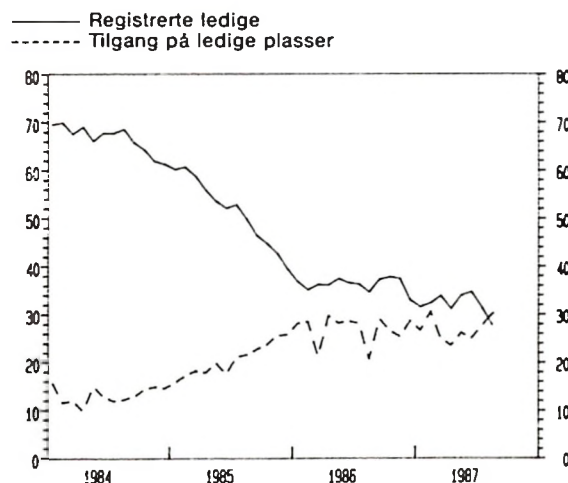
Kilde: Statistisk Sentralbyrå. Kvartalsvis nasjonalregnskap

etterspørsel skulle tilsi, dels fordi det har vært en viss reduksjon i importlagre og dels fordi det er importtunge komponenter i innenlandsk etterspørsel som f.eks. varekonsumet, som har vist den sterkeste nedgangen. Eksportvolumet av tradisjonelle varer økte kraftig fra 4. til 1. kvartal, og nivået i 1. halvår var 5,7% høyere enn i 1. halvår 1986. Nettoeksporten har således gitt et betydelig positivt vekstbidrag til fastlands-økonomien det siste året. Ifølge det kvartalsvise nasjonalregnskapet var imidlertid ikke veksten sterk nok til å motvirke nedgangen i innenlandsk etterspørsel, slik at BNP for Fastlands-Norge har falt i 1. halvår i år.

#### Ingen tegn til redusert press i arbeidsmarkedet

De refererte tegn til avmatning i etterspørsel og produksjon reflekteres ikke i de løpende indikatorene for utviklingen på arbeidsmarkedet, selv om det tas hensyn til virkningene av arbeidstidsforkortelsen. Tilgangen av ledige plasser meldt til arbeidskontorene har

Figur 1.2. Antall arbeidsløse og tilgangen på ledige plasser til arbeidskontorene målt. Tall i 1000. Sesongjustert



Fra midten av 1984 til begynnelsen av 1986 ble den registrerte ledigheten halvert. Det siste halvannet året har ledigheten vist en moderat fallende tendens. I august var ledigheten kommet ned i 1,3% mot 1,6% ett år tidligere. Tilgangen på ledige plasser meldt til arbeidskontorene har ligget relativt stabilt de to siste årene.

Kilde: Arbeidsdirektoratet og Norges Bank.

Tabell 1.1. Arbeidsmarkedet 1. halvår 1987: Etterspørselsendringer og arbeidstidsforkortelse. Økning i sysselsettingen fra samme periode 1986. Tall i 1000.

	Økning i antall sysselsatte personer	Økning i antall utførte ukeverk å 37 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> t.
Totalt	44	14
Industri	0	-7
Bygg og anlegg	7	6
Privat tjenesteyting	25	7
- Varehandel	1	-13
- Bank og forsikring m.v.	10	9
Offentlig sysselsetting	19	12
- Helse- og sosialsektoren	15	3
Memo:		
Prosentvis endring i gjennomsnittlig arbeidstid		-1,3
Herav: Antatt virkning av arbeidstidsforkortelsen		-2,2

Kilde: Arbeidskraftundersøkelsen

Arbeidstidsforkortelsen og fallet i privat forbruk har påvirket sektorene forskjellig. Begge forhold har fort til fall i arbeidskraftforbruket i varehandelen selv om antall sysselsatte personer og antall ukeverk. Privat tjenesteyting utenom varehandelen har i mindre grad vært berørt av arbeidstidsforkortelsen, og arbeidskraftforbruket øker fortsatt sterkt. Industrien er sterkest rammet av arbeidstidsforkortelsen, men har likevel en økning i produksjonen.

holdt seg på et meget høyt nivå. Den registrerte arbeidsledigheten var i august på sesongjustert basis kommet ned i 1,3% av arbeidsstyrken, det laveste siden 1980. Den fortsatte nedgangen i ledigheten har funnet sted til tross for betydelig nedtrapping av arbeidsmarkedstiltakene det siste året. Det fra før meget stramme arbeidsmarkedet er således ytterligere noe strammet til gjennom 1. halvår. Veksten i antall sysselsatte personer har fortsatt å øke, men i et mer moderat tempo enn de foregående årene. I 2. kvartal

var det sysselsatt 2% flere personer enn ett år tidligere. Tallet på arbeidssøkere ifølge Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) var uendret i denne perioden, slik at sysselsettingsveksten i sin helhet ble dekket ved økt tilgang til arbeidsstyrken. Yrkesfrekvensen blant kvinner i alderen 25–54 år var i 2. kvartal kommet opp i 80% mot 78% ett år tidligere.

Arbeidstidsforkortelsen har ikke gitt den forventede reduksjon i gjennomsnittlig arbeidstid slik denne registreres i AKU. Årsaken er økt bruk av overtid og økt arbeidstid for deltidsarbeidende. Denne effekten har overskygget det forhold at arbeidstidsforkortelsen trolig har omfattet flere arbeidstakere enn tidligere lagt til grunn. Antall utførte timeverk ser dermed ut til å ville øke noe sterkere i 1987 enn tidligere regnet med.

De løpende indikatorer for etterspørsel og produksjon dekker ikke alle etterspørsels- og produksjonskomponentene, og de er av ulik kvalitet. Utviklingen på arbeidsmarkedet gir en nyttig tilleggsinformasjon som kan tyde på at det er mindre nedgang i etterspørsel og produksjon enn de øvrige løpende indikatorer gir inntrykk av. Et spesielt trekk ved arbeidsmarkedet det siste året er sterk vekst i offentlig sysselsetting. Fra 1. halvår 1986 til 1. halvår 1987 økte denne med 3% (målt i antall personer), mens total sysselsetting økte med 2%. Årsaken er trolig fortsatt betydelig vekst i kommunal etterspørsel. Dersom en ser kommunal og statlig sektor under ett, gir den offentlige økonomi trolig sterkere stimulanter enn det indikatorer for statsbudsjettet isolert sett tyder på.

Arbeidstidsforkortelsen og fallet i privat forbruk har påvirket sektorene forskjellig. Begge forhold har ført til fall i arbeidskraftforbruket i varehandelen, selv om antall sysselsatte holder seg oppe. Offentlig sysselsetting har økt, både i form av sysselsatte personer og antall ukeverk. Privat tjenesteyting utenom varehandelen har i mindre grad vært berørt av arbeidstidsforkortelsen, og arbeidskraftforbruket øker fortsatt sterkt. Industrien er sterkest rammet av arbeidstidsforkortelsen, men har likevel en økning i produksjonen.



*Lønnsveksten er i overensstemmelse med prognosene gitt i kvartalsrapport 2/1987*

I 2. kvartal var det en viss avdemping av lønnsglidningen i industrien. Målt fra 2. kvartal i fjor var lønnsglidningen 7,1 % mot 7,4 % i 1. kvartal, begge deler korrigert for virkningene av arbeidstidsforkortelsen. At lønnsglidningen ikke avtok mer, kan skyldes at det har vært en viss fremskynding av lokale oppgjør. Lønnsutviklingen i 2. kvartal er imidlertid i tråd med den utviklingen som ble skissert i forrige kvartalsrapport, og som ved inngangen til 1988 gir en timelønnsvekst i industrien på om lag 5% eksklusive virkningen av arbeidstidsforkortelsen. Situasjonen på arbeidsmarkedet, der det har vært en ytterligere tilstramming de siste månedene, kan imidlertid gjøre det vanskelig å få til den avdempning i lønnsglidningen i 3. og 4. kvartal som en har ventet ville komme.

Pristigningen har vært moderat de siste månedene. Pr. 15. august var konsumprisindeksen 7,8% høyere enn ett år tidligere. Denne 12-månedersraten var oppe i 10,4% i mars. Både fallet i privat konsum og den svake lønnsveksten etter årsskiftet må antas å ha bidratt til de siste månedenes gunstige utvikling i den underliggende veksten. Appresieringen av den norske kronen med om lag 4 1/2% fra årsskiftet og fram til sommeren har også spilt en viktig rolle, gjennom lavere importpriser både på innsatsvarer og ferdigvarer. Andre prisindekser, som engrosprisindeksen og byggekostnadsindeksen, har også vist en klart avtakende veksttakt de siste månedene, noe som tyder på at den underliggende pris- og kostnadsveksten har vært avtakende for store deler av økonomien. Fallet i prisstigningstakten er ventet å fortsette fram mot årsskiftet. Jordbruksoppgjøret, som isolert sett førte til mindre vekst i matvareprisene i år enn de foregående årene, vil bidra til dette. I januar 1988 vil 12-månedersveksten i konsumprisindeksen kunne komme under 6%. Prisstigningen hos våre handelspartnere er ventet å bli om lag 3% fremover. En svekkelse av vårt kostnadsnivå i forhold til våre han-

delspartnere vil ikke kunne unngås i 1987, selv om devalueringen i fjor får virkning gjennom hele inneværende år. Det vil kreves et markert fall i kostnadsveksten til neste år for at ikke også dette året skal vise en svekkelse.

*Underskuddet på driftsbalansen blir større i 2. enn i 1. halvår*

I siste kvartalsoversikt ble underskuddet på driftsbalansen anslått til om lag 26 milliarder kroner i 1987, ubetydelig mindre enn anslaget i Revidert nasjonalbudsjett. I 1. halvår var underskuddet bare kommet opp i om lag 7,5 milliarder kroner. Den tradisjonelle varebalansen har utviklet seg omtrent som ventet. Det var først og fremst handelen med skip som forårsaket det lave underskuddet i 1. halvår sett i forhold til årsanslaget. Eksporten av skip har vært større og importen mindre enn det en jevn fordeling over året av årsanslaget skulle tilsi. I og med opprettelsen av Norsk Internasjonalt Skipsregister (NIS) har utflaggingen blitt redusert de siste månedene, og eksporten av skip var i juni og juli 1,5 milliarder kroner lavere enn i foregående to månedersperiode. Reversering av utflaggingen kan medføre økt import av skip i 2. halvår. Eksportverdien av olje og gass var også noe høyere i 1. halvår enn tidligere lagt til grunn.

*Tabell 1.2. Lønnskostnader pr. produsert enhet i industrien. Prosentvis endring fra året før*

	1985	1986	1987	1988
Norges handelspartnere:				
Lønnskostnader	6,5	4,8	4 3/4	4 3/4
Produktivitet	3,3	2,1	2 1/2	2 1/4
LPE, nasjonal valuta	3,1	2,6	2 1/4	2 1/4
Norsk industri:				
Lønnskostnader	9,2	9,8	14	
Produktivitet	1,5	-0,5	3	
LPE	7,6	10,4	10 3/4	
Relativ LPE, nasjonal valuta	4,4	7,6	8 1/4	
Valutakursendringer	2,3	6,0	3 3/4	
Relativ LPE, felles valuta	2,1	1,5	4 1/4	

Kilde: OECD, IMF, Statistisk Sentralbyrå og egne anslag



Usikkerheten er her, som for eksport/import av skip, betydelig, og går i begge retninger. Blant annet medførte produksjonsstans i forbindelse med oppjekkingsarbeidet på Ekofisk et markert fall i eksportverdien av olje og gass i august.

Holdes disse postene utenom, er utviklingen i utenriksøkonomien i hovedsak i tråd med tidligere fremskrivninger. Nye tall for august kan imidlertid tyde på at både eksport- og importverdien av tradisjonelle varer kan bli noe høyere enn tidligere lagt til grunn, men uten at balansen endres. Stans i utflaggingen og muligheter for en viss reversering av denne, sammen med sesongmessige forhold ved andre poster på driftsbalansen, som f.eks. reisetrafikken, vil føre til et større underskudd på driftsbalansen i 2. enn i 1. halvår. Importoverskuddet utenom petroleumseksport og eksport og import av skip vil bare bli redusert fra 93,3 milliarder kroner i 1986 til om lag 87 milliarder kroner i 1987 til tross for den nedgang i volumet av vareimporten og vekst i eksportvolumet som har funnet sted det siste året. Dette underskuddet illustrerer den betydelige oljeavhengigheten i norsk økonomi. Skal denne reduseres, må avdempningen av innenlandsk etterspørsel fortsette, og kostnadsveksten må ytterligere reduseres i retning av utviklingen hos handelspartnerne.

#### *Utviklingen i kredittmarkedet gir viktige holdepunkter for å forstå realøkonomien*

De løpende indikatorene for realøkonomien omfatter som nevnt ikke alle sider ved norsk økonomi. Dette er en av årsakene til de ofte betydelige revisjoner av de først publiserte nasjonalregnskapstallene fra Statistisk Sentralbyrå. Revisjonene har de siste årene nokså entydig gått i retning av å oppjustere anslagene for etterspørsel og produksjon. Indikatorene fra 1. halvår gir heller ikke et konsistent bilde av utviklingen. Den registrerte nedgangen i innenlandsk etterspørsel reflekteres ikke i utviklingen på arbeidsmarkedet, der situasjonen er strammere enn forventet. Et viktig

supplement til å vurdere den realøkonomiske utviklingen er derfor informasjon om utviklingen på kredittmarkedet. Utviklingen i penge- og kredittstørrelsene kan — i hvert fall i første omgang — virke svært forvirrende, og er tilsynelatende ikke i tråd med det økonomiske opplegget for 1987, slik det ble presentert i Revidert nasjonalbudsjett.

Bankenes utlånsvekst og kreditt ekspansjonen for øvrig har vært meget høy. Det er reist spørsmål om hvor kreditten og pengene har tatt veien. Selv om man korrigerer for antatte virkninger av tilpasninger til den kredittpolitiske virkemiddelbruk, synes det å ha vært liten sammenheng mellom den faktiske kreditttilførselen, det kredittpolitiske opplegget og de realøkonomiske indikatorene som er drøftet over.

Norges Bank har analysert utviklingen på kredittmarkedet i 1987, og sett denne utviklingen i sammenheng med opplegget i Nasjonalbudsjettene samt den registrerte realøkonomiske utvikling.

#### *Innenlandsk kreditttilførsel har vært meget sterk...*

Kredittindikatoren, som gir de første anslag over samlet innenlandsk kreditttilførsel til private og kommuner, viste kraftig vekst i løpet av første halvår 1987. Økningen i innenlandsk tilførsel, ifølge registrerte tall, var således i denne perioden høyere enn forutsatt for hele 1987 i Revidert nasjonalbudsjett. Tallene bør imidlertid justeres for ulike utslag av finansinstitusjonenes tilpasninger til virkemiddelbruken. Dette gjelder i første rekke endringer i omfanget av markedslån, utlånsavlastninger direkte med kunder samt bank-eide investeringselskapers utstedelse av lånesertifikater. Korrigerer man for slike forhold, kan registrerte kredittall for første halvår anslås å overvurdere den faktiske innenlandske kreditttilførselen med om lag 8 milliarder kroner. Beregnet på denne måten kan veksten i innenlandsk kredittvolum anslås til 16 % i 1. halvår 1987 regnet som årlig rate. Dette bildet endres ikke av julitallene. Av en registrert

økning i kredittindikatoren i årets sju første måneder på 65 milliarder kroner, kan 10–12 milliarder tilskrives tilbakeføring av lån til bankenes balanser o.l. Veksten så langt i 1987 har vært lavere enn i 1986, da den var 20%, men fremdeles vesentlig høyere enn forutsatt i Revidert nasjonalbudsjett, som opererte med en vekstrate på 9–10%.

*...men kapitalinngangen fra utlandet til private og kommuner har vært desto mindre*

Samlet kredittilførsel til private og kommuner kan dekkes enten fra innenlandske kilder eller ved kapitalinngang fra utlandet. Omlegging av bankstatistikken har i en periode ført til mangelfull oversikt over kapitalinngangen. Norges Bank har bearbeidet øvrige statistikkilder for å få bedre informasjon om sammensetningen og omfanget av kapitalbevegelsene.

Foreløpige anslag viser at det var en netto kapitalutgang fra private og kommuner på 13 milliarder kroner i første halvår 1987. Selv om det var netto utgang av kapital, var det en viss brutto inngang, blant annet ble det i denne perioden gitt lisenser for opptak av nye langsiktige lån i valuta for vel 3 milliarder kroner. I Revidert nasjonalbudsjett var det forutsatt en netto kapitalinngang på 39 milliarder kroner i løpet av 1987.

Som nevnt ovenfor overvurderer registrert innenlandsk kredittilførsel den faktiske utviklingen. På den annen side har den ekstraordinære eksporten av brukte skip medført en nær tilsvarende kapitalutgang i ulike former fra sjøfartssektoren. Denne ekstraordinære utgangen kan i første halvår anslås til om lag 5–6 milliarder kroner. Den totale kredittilførsel til private og kommuner sett under ett, fra både innenlandske og utenlandske kilder i løpet av første halvår, kan derfor vurderes å ha vært i rimelig samsvar med forutsetningene i opplegget fra Revidert nasjonalbudsjett, jf. tabell 1.3. Derimot var *sammensetningen* av kredittilgangen helt annerledes enn lagt opp til. Låneetterspørse-

*Tabell 1.3. Kredittilførsel til private og kommuner. Milliarder kroner<sup>1)</sup>*

	1. halvår 1987	RNB87 1987
Innenlandsk kredittilførsel	58	53
Kapitalinngang fra utlandet <sup>2)</sup>	-13	39
Samlet kredittilførsel	45	92

<sup>1)</sup> Anslag på registrerte tall. Tallene er ikke sesongjusterte.

<sup>2)</sup> Inkluderer bankenes yting av lisensierte valutalån samt oljekronelån.

len ble i første halvår 1987 i langt større grad enn antatt dekket av innenlandske kredittkilder og følgelig i tilsvarende mindre grad dekket fra utlandet.

*Kapitalinngangen til bankene har vært meget stor, vesentlig som et resultat av utlendingers kjøp av kroner på termin*

Men når kredittilgangen til private og kommuner kommer fra innenlandske kilder i stedet for fra utlandet som forutsatt i Revidert nasjonalbudsjett, vil det ikke da oppstå mangel på valuta? Det økonomiske opplegget forutsatte jo at valutamarkedet skulle være i balanse. Svaret er at det er bankene i stedet for private og kommuner som har importert kapital. Inngangen til de private bankene kan i 1. halvår anslås til vel 20 milliarder kroner. Bakgrunnen for dette er i første rekke transaksjoner over terminmarkedet. Mekanismen er komplisert, men sammenhengen er som følger:

Utlendinger, og i noen grad også innenlandske bedrifter, har i betydelig grad kjøpt kroner på termin fra norske banker. Ved dette kan de dra nytte av det høye norske rentenivået. Motstykket til det er at bankene har kjøpt valuta på termin, dvs. skaffet seg fremtidige valutafordringer. For å oppfylle totalposisjonsreguleringen og unngå en skjev valuta-tæksporing, har bankene tatt opp valutalån i utlandet. Dette registreres som kapital-

*Hvorfor gir utlendingers kjøp av kroner på termin kapitalinngang til bankene?*

Tilgodehavender og forpliktelser i valuta som fremkommer i en banks faktiske balanse, kalles spotfordringer og -gjeld. Avtaler om fremtidige kjøp og salg av valuta kalles terminfordringer og -gjeld. Norske banker er pålagt en såkalt totalposisjonsregulering i valuta, dvs. at samlede valutaforordringer i hovedsak skal motsvares av like store valutaforpliktelser (sum av spot og termin). La oss betrakte valutastørrelsene i en banks spotbalanse, bankens terminbalanse og summen, dvs. totalbalansen (alle tall regnet i kroner):

	Spotbalansen		Terminbalansen		Totalbalansen	
	Fordr.	Gjeld	Fordr.	Gjeld	Fordr.	Gjeld
Fase 1:	100	200	400	300	500	500
Fase 2:	100	200	420	300	520	500
Fase 3:	100	220	420	300	520	520

*Fase 1:* Banken er i valutarisk balanse totalt, ved at samlede valutaforordringer på 500 motsvares av samlede valutaforpliktelser på 500. I den faktiske balanse pr. i dag har imidlertid banken en nettogjeld i valuta på 100.

*Fase 2:* Anta at en utenlandsk kunde ønsker å få den avkastning som gis på norske kroner. Det kan kunden oppnå ved å kjøpe kroner på termin, f.eks. med levering om 3 måneder. Kunden avtaler å levere valuta til banken om 3 måneder til de gitte terminkurser. Terminkursen er fastsatt ut fra valutakursen i dag og renteforskjellen mellom kroner og leveringsvalu-

taen. Hvis kronerenten er høyere enn renten på leveringsvalutaen, vil kunden ved å inngå en terminkontrakt kunne kjøpe kroner billigere om 3 måneder enn ved umiddelbar omveksling. På denne måten oppnår kunden kroneavkastning på sine midler – i dette eksemplet 20 – i de 3 månedene fram til levering. Motstykket er at banken har avtalt å kjøpe valuta fra kunden om 3 måneder. Banken har da økt sine valutaforordringer på termin med 20 – ingenting har skjedd med spotbalansen – og banken har kommet i valutarisk ubalanse.

*Fase 3:* For å komme i valutarisk balanse igjen, må banken øke sine valutaforpliktelser. Det kan f.eks. skje ved salg av valuta på termin til andre kunder, som norske bedrifter, eller til Norges Bank. Det siste vil være resultat av sentralbankens intervensjoner av kurshensyn. Hvis ikke noe av dette skjer, må banken øke sin valutagjeld spot. Det kan skje ved at banken øker sin opplåning i valuta i utlandet med motverdien av 20, som selges videre på det norske markedet. Da har bankens spotgjeld i valuta økt – dvs. det er skjedd en kapitalinngang til banken. Dette motvirker termintransaksjonen under fase 2. Banken er igjen i total valutarisk balanse.

*Innvirkning på kronen:* Bankens valutasalgs i det norske markedet bidrar til at den norske kronen styrker sin verdi. Dersom kronkursen ikke skal styrkes, må Norges Bank intervensjon i valutamarkedet ved å kjøpe opp valutaen. Valutareservene vil da øke og den innenlandske kronelikviditet isolert sett øke. I dagens situasjon vil likviditetseffekten motvirkes ved at Norges Bank reduserer sine utlån til bankene.

inngang (spot) til bankene. Denne valutaen er solgt på det norske markedet, f.eks. til bedrifter som skal dekke en importregning, eller til Norges Bank i forbindelse med intervensjoner for å hindre kronkursen i å stige.

Denne utviklingen i terminmarkedet som resulterer i kapitalinngang til bankene, ser ut til å ha fortsatt i juli og august. De mekanis-

mer som virker gjennom terminmarkedet, er nærmere beskrevet i egen ramme.

Kapitalinngangen til bankene var således mer enn stor nok til at den samlede kapitalinngangen dekket driftsunderskuddet overfor utlandet, som forutsatt i Revidert nasjonalbudsjett. Dette var bakgrunnen for at valutamarkedet i første halvår ikke bare var i



balanse, men også at den norske kronen styrket sin posisjon.

Sammensetningen av kapitalinngangen var imidlertid en helt annen enn forutsatt. I stedet for at private og kommuner har økt sin egen gjeld til utlandet, har kapitalinngangen kommet i stand via mekanismer i terminmarkedet, ved bankenes tilpasning til totalposisjonsreguleringen. Det motsatte var tilfellet i månedene før devalueringen i 1986, og i 1987 har utenlandske aktører spilt en vesentlig større rolle. Denne form for kapitalinngang, som et resultat av terminmarkedet, er kortsiktig og potensielt ustabil. Ved endringer i rente- og valutakursforventninger kan bevegelsene raskt snu. Det er foreløpig for tidlig å peke på bestemte forklaringer på hvorfor norske bedrifter i år ikke har foretatt større opplåning i valuta til erstatning av kronekreditt til høy rente, når samtidig utlendinger har foretatt kortsiktige disposisjoner som sikrer kroneavkastning på sine midler.

Ut fra denne analysen kan det sies at verken totalutviklingen i samlet kreditttilførsel eller samlet valutainngang har avveket vesentlig fra forutsetningene i Revidert nasjonalbudsjett. Analysen viser at det er essensielt å skille mellom totalutviklingen og det som skjer på de enkelte delmarkeder. Både sammensetningen av kreditttilgangen til private og kommuner og finansieringen av driftsunderskuddet overfor utlandet er blitt helt annerledes enn forutsatt. Analysen understreker betydningen av at man må vurdere utviklingen på de finansielle markeder under ett og være forsiktig med å trekke konklusjoner på bakgrunn av utviklingen i enkelte komponenter, selv om man betrakter en så bred størrelse som den innenlandske kredittindikatoren. Fokusering på delstørrelser i den penge- og kredittpolitiske utvikling kan lett lede til et fortegnat bilde av situasjonen.

Norges Bank vil minne om at det er usikkerhet i tallmaterialet, dels fordi kapitalinngangstallene bygger på anslag, og dels fordi de innenlandske tall er påvirket av endrede tilpasninger til virkemiddelbruken.

Tabell 1.4. Kapitalinngangen og valutabalansen. Milliarder kroner<sup>1)</sup>

	1.halvår 1986	1986	1.halvår 1987	RNB87 1987
Kapitalinngang til private og kommuner	12	10	-11 <sup>2)</sup>	39
Kapitalinngang til andre finansinstitusjoner enn banker	1	5	1	0
Kapitalinngang til banker	-7	-8	21	0 <sup>3)</sup>
Kapitalinngang i alt	6	7	11	39
Driftsbalansen ekskl. sentralmyndighetene	-17	-34	-8	-28
Valutabalansen	-11	-27	3	11

<sup>1)</sup> Ikke sesongjusterte tall.

<sup>2)</sup> Ekskl. kronelån til oljevirksomhet.

<sup>3)</sup> Beregningsteknisk forutsetning.

#### *Private og kommuner øker også sine fordringer*

Skal tall for penge- og kredittsiden i økonomien være til hjelp for å vurdere utviklingen i realøkonomien, er det ikke nok å se på kreditttilførsel (brutto gjeldsøkning) alene. Økning i brutto gjeld kan enten brukes til å dekke et løpende driftsunderskudd, eller det kan gå til å øke brutto fordringer.

Ved vurdering av private og kommuners fordrings- og gjeldsoppbygging, må en være oppmerksom på at bedrifter og husholdninger nå benytter kredittmarkedet på en annen og mer omfattende måte enn tidligere. Ved siden av å holde tradisjonelle likvide fordringer som bankinnskudd, plasseres finansielle midler også i form av kreditt, f.eks. i form av sertifikater og obligasjoner. I noen grad kan slike plasseringer være lånefinansiert. Spesielt i 1987 er bankeide investeringsselskapers utleggelse av lånesertifikater til finansiering av kjøp av moderbankens obligasjonsbeholdninger et eksempel på dette. Foretakenes kjøp av slike sertifikater kan ikke bare finansieres ved trekk på særinnskudd, men også ved trekk på kassekreditter. Tilsvarende kan gjelde for kjøp av aksjer eller ved finansiering av utlån som tidligere ble gitt av bankene. I den utstrekning dette skjer, bidrar slike finan-



Tabell 1.5. Endring i private og kommuners gjeld og finansielle fordringer. Milliarder kroner. Registrerte tall<sup>1)</sup>

	1. halvår 1986	1. halvår 1987
Fordringer:	25	29
- Likvide fordringer	0	8
- Sertifikater, obligasjoner og aksjer	16	13
- Forsikringskrav	9	8
Gjeld:	44	45
- Innenlandsk kredittilførsel	32	58
- Forretnings- og sparebanker	16	27
- Andre innenlandske kilder	16	31
- Netto kapitalinngang fra utlandet	12	-13
Nettogjeldsøkning	19	16

<sup>1)</sup> Omfatter private foretak inkl. 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. Tallene er ikke sesongjustert. Det understrekes at anslagene, særlig for 1987, er beheftet med betydelig usikkerhet.

sielle transaksjoner til å blåse opp finansielle balanser (både på fordrings- og gjeldssiden) uten at det trenger ha realøkonomisk betydning. Dette bidrar til å øke den registrerte kreditttilførselen.

Utviklingen i brutto fordringer og brutto gjeld er gjengitt i tabell 1.5. Den er karakterisert ved at anslagene for den registrerte veksten både i bruttofordringer og bruttogjeld for private og kommuner er høyere i 1. halvår i år enn tilsvarende periode i fjor. Større bruttotall kan imidlertid i sin helhet tilskrives at i et visst omfang er kreditt som i 1986 ble formidlet utenom det regulære kredittsystem, tatt inn i bankenes balanser. Dette har redusert uregistrert kredittgivning og den uregistrerte finansieringen av denne. Både registrerte kreditt- og fordringsposter er dermed økt.

På fordringssiden er det først og fremst likvide fordringer i form av bankinnskudd m.v. som øker sterkt i forhold til fjoråret. I 1. halvår i år vokste publikums likviditet vesentlig raskere enn forutsatt i Revidert nasjonalbudsjett, der veksten for 1987 ble anslått til 7,5%.

Veksten i fordringer i form av forsikringskrav og verdipapirer ser ut til å være noe avdempet i forhold til i fjor, men er fremdeles høy.

Økningen i private og kommuners verdipapirbeholdninger første halvår 1986 skyldtes i hovedsak sterk vekst i obligasjonsbeholdningene ved at ikke-finansiell sektor overtok §15-obligasjoner fra bankene, som på denne måten unngikk å bli pålagt tilleggsreservekrav. Obligasjonskjøpene ble på sin side finansiert ved trekk på særinnskudd, noe som også bidrar til å forklare den svært lave veksten i likvide fordringer første halvår 1986. I 1987 har blant annet bankeide investerings-selskapers aktivitet på sertifikatmarkedet bidratt til vekst i private og kommuners verdipapirbeholdninger. Den beregnede økningen i fordringer i form av aksjer er mindre i år enn i fjor (vi ser her bort fra kursgevinster), noe som blant annet har sammenheng med netto salg av aksjer fra Norge til utlandet.

Fortsatt stor økning i bruttostømmene i 1987 kan ha flere mulige forklaringer. Som nevnt kan tilpasninger til virkemiddelbruken bidra til å blåse opp tallene. Videre var særlig veksten i private og kommuners likvide fordringer lav i 1986 sammenlignet med de to foregående årene. Veksten i fordringene kan derfor være et resultat av at private og kommuner igjen ønsker å bygge opp fordringsbeholdningene til sitt tidligere nivå sett i forhold til inntekt. Også stort transaksjonsomfang i aksjemarkedet og boligmarkedet kan ha bidratt til å øke etterspørselen etter kreditt og likviditet.

*Utviklingen på pengesiden i økonomien kan ikke tolkes som at realøkonomien har utviklet seg annerledes enn forutsatt*

De registrerte tallene for kreditttilførsel til og fordringsvekst for private og kommuner, viser en høy vekst. Disse bruttostørrelsene er imidlertid som nevnt påvirket av tilpasninger til virkemiddelbruken. Netto finansiell gjeldsøkning for private og kommuner under ett vil ikke være påvirket på samme måte. I 1.

halvår i år økte private og kommuners nettogjeld med vel 15 milliarder kroner, noe mindre enn samme periode året før, jf. tabell 1.5. Hensyn tatt til utviklingen i sjøfarts- og oljesektorene, ser denne nettogjeldsøkningen ut til å være i rimelig bra overensstemmelse

med det økonomiske opplegget i Revidert nasjonalbudsjett. Den konklusjon en dermed kan trekke om utviklingen i realøkonomien, er at private og kommuners løpende underkudd også må ha utviklet seg omtrent som forutsatt. Tallene tyder på at økningen i dette

*Hvorfor er fortsatt kreditttilførselen til private og kommuner høy selv om realetterspørselen avtar?*

Vi har følgende sammenheng mellom gjeld, fordringer, konsum- og investeringsutgifter og inntekt:

Utgifter til konsum og investeringer – disponibel inntekt  
= økning i nettogjeld  
= økning i bruttogjeld – økning i finansielle fordringer.

Bruttogjelden kan altså øke både som følge av endring i nettogjelden og som følge av økning i bruttofordringene.

Fase 1.

Balanse mellom konsum- og investeringsutgifter og inntekt:

Etterspørsel	: 100	Fordringsøkning	: 10
Inntekt	: 100	Kreditttilførsel	: 10

Nettogjeldsøkning	0	0
-------------------	---	---

Fase 2.

Vekst i realetterspørselen på 10% og en prisvekst på 10%.

Inntekter og fordringer vokser i takt med prisene:

Etterspørsel	: 121	Fordringsøkning	: 11
Inntekt	: 110	Kreditttilførsel	: 22

Nettogjeldsøkning	11	11
-------------------	----	----

Fase 3.

Utflating av realetterspørselen, dvs 0 vekst i reell etterspørsel. Prisstigning på 10%. Inntekter og fordringer vokser i takt med prisene:

Etterspørsel	: 133	Fordringsøkning	: 12
Inntekt	: 121	Kreditttilførsel	: 24

Nettogjeldsøkning	12	12
-------------------	----	----

Forløpet som er skissert over kan illustrere utviklingen i Norge de siste årene. En sterk økning i etterspørselen i forhold til inntekten i 1985–1986 førte til at nivået på etterspørselen langt oversteg inntektsnivået (fase 2). Når etterspørselsnivået nå, i fase 3, overstiger inntektsnivået er en utflating av realetterspørselen ikke tilstrekkelig til å redusere nettogjeldsøkningen. Med en gitt fordrings- og inntektsvekst vil dette gi en kreditttilførsel på linje med i fase 2, selv om det er null vekst i realetterspørselen. For å få en markert nedgang i kreditttilførselen må det skje et betydelig fall i realetterspørselen. Denne konklusjonen er selvsagt avhengig av forutsetningene om inntekts- og fordringsveksten. Vi har antatt at bruttofordringene økes i takt med inntektene. Dersom f.eks. fordringsøkningen blir lavere eller inntektsveksten høyere, vil nedgang i kreditttilførselen være forenlig med utflating i realetterspørselen.

underskuddet er stoppet opp, men fremdeles gjenstår å få bedre balanse mellom inntekt og inntektsanvendelse.

En årsak til at private og kommuners nettogjeld fortsatt øker sterkt, er derfor at disse sektorene de siste årene har opparbeidet et betydelig «driftsunderskudd». Nivået på deres utgifter til forbruk og investeringer overstiger langt deres disponible inntekter. Nettogjelden vil da fortsette å øke selv om forbruk og investeringer flater ut eller endog går ned. Dette forholdet er illustrert i egen ramme. Veksten i private og kommuners finansielle nettogjeld har på denne bakgrunn vært ventet, og er motstykket til at landet som helhet har underskudd på driftsbalansen overfor utlandet når det samtidig er et løpende overskudd på statsbudsjettet. Som indikator på hvordan etterspørsel og inntekter løpende utvikler seg i forhold til hverandre, er det først og fremst nettogjelden som er interessant. Den analysen som her er foretatt, tyder således på at det ikke er noen særlig motsetning mellom utviklingen på kredittmarkedet hittil i 1987, og de realøkonomiske forhold en har oversikt over så langt. Pengene fra kreditttilførselen er ikke blitt borte, men er anvendt til å finansiere private og kommuners løpende betalingsunderskudd samt til å bygge opp fordringer.

I tiden fremover kan vi vente fortsatt økning i private og kommuners nettogjeld, om enn ikke i samme grad som tidligere. Dersom sektorenes finansielle fordringer i tiden fremover fortsatt vokser som tidligere i år, kan vi ikke vente noen rask reduksjon i kreditttilførselen i inneværende år. Hvilken fordeling vi vil få mellom innenlandsk kreditttilførsel og kapitalinngang fra utlandet, vil imidlertid være avhengig av hvordan private ønsker at gjeldsporteføljen skal være sammensatt. Sett på noe lengre sikt kan en fortsatt parallell oppbygging av finansielle balanser, særlig likvide fordringer, kunne legge grunnlaget for større svingninger i realetterspørselen enn man har vært vant til tidligere.

*Omstillingsprosessen er påbegynt, men mye gjenstår*

Det økonomiske opplegget for 1987, slik det ble lagt fram i Nasjonalbudsjettet og videreført i Revidert nasjonalbudsjett, var et viktig skritt på veien mot å redusere ubalansene i norsk økonomi. Utviklingen så langt i 1987 synes i hovedtrekk å være i samsvar med dette opplegget, både når det gjelder utviklingen på kredittmarkedet og i realøkonomien. Likevel gir utviklingen på enkelte områder grunnlag for bekymring. Arbeidsmarkedet er strammet ytterligere til, og det er strammere enn det en skulle forvente ut fra tilgjengelige anslag for utviklingen i innenlandsk etterspørsel.

Dessverre skyldes ikke dette at overflyttingen av arbeidskraft fra skjermede til konkurranseutsatte næringer er begynt. Sysselsettingen i den viktigste konkurranseutsatte næringen, industrien, har endret seg lite det siste året, mens veksten i tjenesteytende skjermede næringer (herunder offentlig virksomhet) har fortsatt å øke, om enn i mer moderat tempo. Behovet for avdempet etterspørsel på disse områdene er derfor uendret. Det særdeles stramme arbeidsmarkedet er utvilsomt egnet til å sette den nødvendige avdempningen av kostnadsveksten i norsk økonomi i fare, selv om pris- og lønnsutviklingen hittil i år er i tråd med opplegget. Det er derfor grunn til å avvente utviklingen på arbeidsmarkedet ennå noen tid før en kan slå fast at omstillingsprosessen er kommet inn i riktig bane. For å skape rom for den nødvendige utbyggingen av konkurranseutsatt virksomhet utenom petroleumssektoren (dvs. redusere oljeavhengigheten) er det i tillegg helt nødvendig å vise tilbakeholdenhet med hensyn til utbyggings-takten på kontinentalsokkelen.

Også på valutasiden gir enkelte utviklings-trekk grunn til uro. Den markerte bedringen av utenriksøkonomien sammenlignet med anslag gitt for ett år siden skyldes hovedsakelig utflaggingen av skip og høyere produksjon og pris innen petroleumssektoren. Bedringen i den tradisjonelle utenriksøkonomien er vesentlig mindre, men også her har utviklin-



gen vært noe bedre enn tidligere antatt. Kapitalinngangen til det norske markedet har i det siste vært mer enn tilstrekkelig til å dekke det løpende underskuddet på driftsbalansen, som i 1. halvår ikke var mer enn om lag 7,5 milliarder kroner. Situasjonen på valutamarkedet er imidlertid labil. Det er kortsiktig kapitalinngang til bankene som hittil har gitt balanse i markedet, mens det i det økonomiske opplegget ble lagt til grunn at det i større grad var langsiktig kapitalinngang til private som skulle finansiere driftsunderskuddet. Den kortsiktige kapitalinngangen, i første rekke som følge av utlendingers bruk av terminmarkedet, er en form for kapitalstrømmer som lett kan reverseres dersom forventningene endres. Med en gitt økonomisk politikk for øvrig på kort sikt, er et relativt høyt

innenlandsk rentenivå nødvendig for å unngå et urolig valutamarked. Med et forventet større driftsunderskudd i 2. enn i 1. halvår vil behovet for kapitalinngang være større i 2. halvår enn det var i 1. halvår. For å unngå rentøkning i det norske markedet på grunn av valutauro, og for å bidra til at innenlandske bedrifter i større grad legger opp til å dekke sitt finansieringsbehov ved mer langsiktig kapitalimport fra utlandet til erstatning for innenlandsk finansiering, er det nødvendig at et stramt økonomisk opplegg videreføres og styrkes ytterligere, slik det tidligere er varslet om. Like viktig er det at det ikke skapes grunnlag for frykt for at kostnadsutviklingen og neste års inntektsoppgjør skal kunne true kursstabiliteten.



## Konjunktursituasjonen internasjonalt

*Den økonomiske veksten internasjonalt har fortsatt i moderat tempo inn i 1987. Forskjellen mellom de ulike regionene har igjen økt, med klart svakest utvikling i Vest-Europa. Innenlandsk etterspørselsvekst fordelt på regionene er imidlertid bedre i samsvar med en utvikling som vil gi reduserte ubalanser i verdenshandelen. I USA er etterspørselsveksten (utenom lagerinvesteringer) sterkt redusert, mens den i Japan — og i noe mindre grad i Vest-Europa — holder seg bra oppe når vi ser bort fra et tilbakefall i Vest-Tyskland i 1. kvartal i år. Ubalansene i verdenshandelen målt i volum er da også redusert det siste året. Nominelt fortsatte de likevel å øke på grunn av motgående prisbevegelser, som skyldes dollarfall og prisfall for olje og andre råvarer gjennom 1986. Reverseringen av dette priset i 1. halvår i år vil isolert sett bidra til å redusere ubalansene, fordi Japan og Vest-Tyskland er vesentlig mer avhengig av slik import enn USA, som selv er en stor råvareprodusent. Denne effekten kan foreløpig bare i liten grad registreres i de løpende oppgaver over handelsbalansene i de tre landene.*

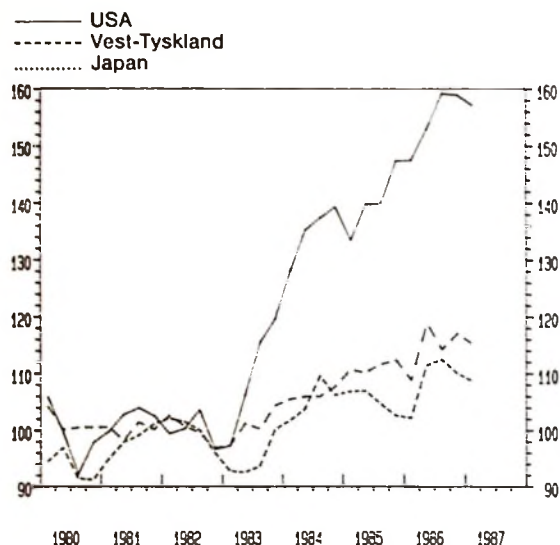
### *Urolige valuta- og råvaremarkeder hittil i år*

De vedvarende ubalansene har fortsatt å prege utviklingen i valutakurser og rentenivå internasjonalt, som har vist betydelige svingninger. I begynnelsen av 1987 var forskjellen mellom det langsiktige rentenivået i USA og Japan kommet ned i 2 prosentpoeng. Denne renteforskjellen var ikke tilstrekkelig til å sikre den nødvendige private kapitalinngangen til USA. Til tross for betydelige offentlige kjøp av USD (som faktisk dekket det meste av kapitalinngangen til USA i 1. halvår 1987), falt dollarkursen helt fram til april/mai. Redusert etterspørsel etter dollarpapirer og økt etterspørsel etter DEM- og JPY-papirer øker imidlertid dollarrenten og senker renten på JPY og DEM. Denne effekten førte til at forskjellen i det langsiktige rentenivået mellom USA og Japan i mai kom opp i 6 prosentpoeng. Men det kan være vanskelig å vite hvor mye av renteøkningen i USA som må tilskrives forventninger om høyere inflasjon. Renteøkningen var imidlertid mer enn stor

nok til å stanse kursfallet på USD. Den politiske uroen i Persiabukta bidro også til å styrke dollaren. Dollarkursen økte gjennom sommeren inntil det i midten av august ble offentliggjort tall som viste uventet sterk forverring av USA's handelsbalanse.

Oljeprisen målt i USD steg fra 17,7 USD pr. fat i februar til over 20 USD pr. fat i begynnelsen av august. Prisen på de fleste råvarer steg også markert i samme periode målt i USD. På grunn av fallet i dollarkursen har prisøkningen målt i andre valutaer vært mindre. For oljeprisenes vedkommende må prisoppgangen ses på bakgrunn av at OPEC lyktes med å overholde de vedtatte kvotene for 1. halvår. I juni begynte imidlertid produksjonen å overstige den fastlagte kvoten, og i juli og august var OPECs produksjon klart over den nye og høyere kvoten for 2. halvår, ifølge Det Internasjonale Energibyrådet (IEA). At oljeprisen likevel økte gjennom sommermånedene, må tilskrives den politiske uro i Persiabukta. Den sterke veksten i OPECs produksjon har da også ført oljeprisen tilbake til nærmere 18

Figur 2.1. Utviklingen i importvolum av varer og tjenester i USA, Japan og Vest-Tyskland. Sesongjusterte tall. 1980=100



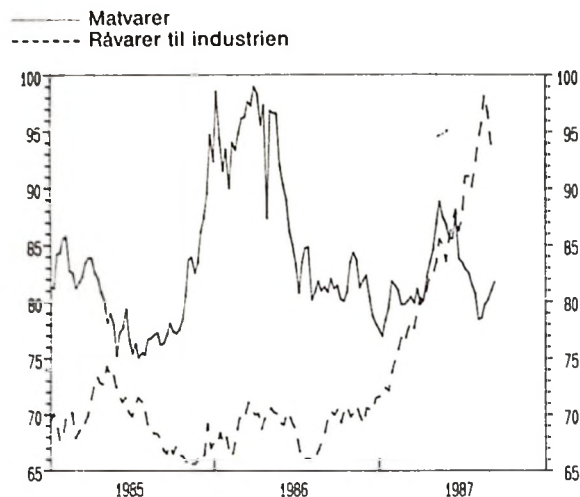
Meget sterk vekst i importvolumet er en hovedfaktor bak svekkelsen av USAs utenriksøkonomi. Fra første kvartal 1983 til første kvartal 1987 økte importvolumet med nesten 60%, forårsaket av meget sterk vekst i innenlandsk etterspørsel og svekket konkurranseevne på grunn av kursstigning på dollar fram til 1985. Fallet i dollarkursen siden februar 1985 sammen med redusert vekst i innenlandsk etterspørsel har i de siste kvartalene ført til en viss nedgang i importvolumet. Importprisene har samtidig økt kraftig, slik at importen målt i verdi har fortsatt å øke.

Kilde: OECD.

USD pr. fat i de siste ukene. Dette er fortsatt i overkant av de prognosene som i fjor ble gitt for den fremtidige oljeprisen.

Noe av prisveksten målt i dollar på andre råvarer har sin bakgrunn i fallet i dollarkursen. Økningen i oljeprisen og forventninger om noe høyere generell inflasjon kan også ha ført til en spekulativ kortvarig økt etterspørsel etter råvarer. Produksjonsbortfall på grunn av streik m.m. i viktige produsentland har samtidig bidratt til å redusere tilbudet av enkelte råvarer. Dette er ventet å være av forbigående karakter. Råvareprisene har da også igjen falt noe den siste tiden. Spesielt stort har fallet i

Figur 2.2 Råvareprisindekser i USD. 1980=100



The Economists råvareprisindeks (notert i dollar) har vist en kraftig vekst for prisene på råvarer til industrien. I andre kvartal 1987 lå denne indeksen i gjennomsnitt hele 21,4% høyere enn årgjennomsnittet for 1986, men de siste ukene har prisen falt noe igjen. Noe av oppgangen må tilskrives fallet i dollarkursen. Målt i andre valutaer har veksten vært mindre. Indeksen for matvareprisene ligger ca. 20% lavere enn gjennomsnittet for 1980. Etter en kort oppgangperiode i første kvartal har prisene igjen falt.

aluminiumsprisene vært. Verken på tilbuds- eller etterspørselssiden er det forhold som skulle tilsi en generelt sterk oppgang i råvareprisene. Et unntak fra den generelle prisoppgangen på råvarer har vært gruppen matvarer, der overproduksjon fra det gjennomregulerte og sterkt subsidierte landbruket i industrilandene bidrar til å holde prisene nede.

*Lageroppbygging holdt veksten i amerikansk økonomi oppe i 1. halvår*

BNP i USA økte med 2,3%, målt sesongkorrigert og som årlig rate, i 2. kvartal etter en vekst på 4,3% i 1. kvartal. I begge kvartalene var gjenoppbyggingen av lagre, som ble kraftig redusert mot slutten av 1986, den viktigste faktoren bak produksjonsveksten. Men også nettoeksporten har bidratt positivt til pro-

duksjonsveksten de siste tre kvartalene. Veksten i innenlandsk etterspørsel utenom lagerinvesteringer er samtidig kraftig redusert. Selv om prisstigningen har tiltatt, er lønnsveksten fortsatt ubetydelig. Husholdningenes disponible realinntekt har derfor ikke økt de siste kvartaler, til tross for sterk sysselsettingsvekst og skattelettelser for lønnstakere i forbindelse med den nylig iverksatte skattereformen. Fra 4. kvartal 1986 til 2. kvartal 1987 økte privat konsum med bare 0,3% sesongjustert. De siste månedene har veksten i privat konsum tatt seg noe opp igjen.

Kombinasjonen av lav lønnsvekst og noe sterkere prisstigning ser ut til å føre til økende investeringer i næringslivet. Etter en markert nedgang i 1. kvartal tok investeringene seg kraftig opp igjen i 2. kvartal. Utviklingen på aksjemarkedet kan også bidra til økt investeringsaktivitet, både ved at mulighetene for å skaffe risikovillig kapital via aksjemarkedet er økt, og fordi kursoppgangen har gjort det relativt billigere å utvide produksjonskapasiteten gjennom nyinvesteringer fremfor kjøp av eksisterende realkapital. Investeringene ser først og fremst ut til å finne sted innenfor konkurranseutsatt virksomhet, som har fått bedret sin konkurransevne betydelig på grunn av de siste års dollardepresiering og lave lønnsvekst.

Et usikkerhetsmoment i amerikansk økonomi er inflasjonsutsiktene. Tall for de siste

månedene kan tyde på at den tiltagende prisstigningstakten i vårmånedene var forbigående og forårsaket av fall i dollarkursen, høyere oljepriser og høyere råvarepriser generelt. Arbeidsløsheten har fortsatt å falle, og var i august nede i 6,0% (7,0% ett år tidligere). Den er dermed nede på et nivå der press i arbeidsmarkedet kan utløse høyere lønnsvekst. Skal den dollardepresieringen som har funnet sted, kunne stimulere til ytterligere omstilling med økt vekt på konkurranseutsatt produksjon og gjenvinning av markedsandeler, er det avgjørende at den underliggende inflasjonstakten i landet ikke stiger i takt med importprisene.

Underskuddet i USAs utenriksøkonomi har sitt motstykke i et minst like stort offentlig budsjettunderskudd. I budsjettåret 1986 var det et underskudd på det føderale budsjettet på 221 milliarder USD (5,3% av BNP). I budsjettåret 1987 (fra oktober 1986 til september 1987) vil underskuddet ventelig bli kraftig redusert til i underkant av 170 milliarder USD. Det lavere underskuddet er et resultat både av redusert vekst i forsvarsutgiftene og økte inntekter, hovedsakelig som følge av skattereformen som trådte i kraft ved siste årsskifte. Denne siste effekten er forbigående, og det er ventet at underskuddet vil kunne øke igjen de nærmeste årene uten en markert tilstramming av den økonomiske politikken.

Tabell 2.1 *Bruttonasjonalprodukt og konsumpriser i utvalgte land. Prosentvis endring fra foregående år*

	BNP i faste priser			Konsumpriser		
	1986	1987	1988	1986	1987	1988
USA	2,9	2 1/2	2 3/4	2,1	3 3/4	4 1/4
Japan	2,5	3	3	0,6	1/4	1 3/4
Vest-Tyskland	2,4	1 1/2	2	-0,4	3/4	2
Sverige	1,3	2	1 3/4	4,7	4 3/4	4 1/2
Danmark	3,5	- 1/4	0	3,5	4	2 1/2
Storbritannia	2,7	3 1/4	2 1/4	3,7	4 1/4	4 1/2
OECD totalt	2,5	2 1/2	2 1/4	2,8	3 1/2	3 3/4
Norges handelspartnere	2,3	2 1/4	2	2,4	3	3

Kilde: IMF, OECD og egne anslag.



*Fortsatt vekst i Japan, mens veksten i Vest-Tyskland har tatt seg noe opp igjen etter et meget svakt 1. kvartal*

I Japan økte BNP med 4,9% (sesongkorrigert årlig rate) i 1. kvartal i år. Innenlandsk etterspørsel var den viktigste drivkraften, spesielt privat konsum, som økte med hele 7,4% årlig rate. Men også nettoeksporten bidro positivt i 1. kvartal, til tross for de senere års kraftige appresiering av yen. Den japanske eksportindustrien har i noen grad klart å opprettholde både eksportvolumet og for tjenesten, fordi importerte innsatsvarer som de er svært avhengig av, har falt sterkt i pris målt i yen og fordi de nærliggende NIC-landene der produksjonsveksten fortsetter, er avhengig av å importere viktige innsatsvarer fra Japan. Den gunstige eksportutviklingen i 1. kvartal er imidlertid ikke ventet å fortsette resten av året. Tall for de siste månedene viser at industriproduksjonen har stagnert. Privat konsum vil fortsatt være den viktigste drivkraften til økt produksjon. Veksten i de nominelle lønnsinntektene har riktignok avtatt på grunn av reduserte utbetalinger gjennom det omfattende bonussystemet. Men med uendrede konsumpriser holder veksten i realdisponibel inntekt seg oppe. Det lave rentenivået har isolert sett stimulert boligetterspørselen, men voldsom stigning i tomteprisene synes å begrense byggingen av nye boliger, som faktisk har falt de siste månedene. Investeringene i eksportindustrien er ventet å falle kraftig i år som følge av den usikre valutakurs-situasjonen, mens investeringer i skjermede næringer øker. Den annonserte finanspolitiske pakken vil komme til å stimulere innenlandsk etterspørsel ytterligere. Den endelige utformingen av denne pakken er ennå ikke klar, slik at den samlede effekten på produksjonen og handelsbalansen er usikker. En bestemt vekst i innenlandsk etterspørsel vil på kort sikt gi mindre vekst i importvolumet til Japan enn hva som er tilfelle i andre land.

Av de tre store økonomiene har Vest-Tyskland hatt den svakeste utviklingen hittil i år,

med et fall i BNP på 0,5% fra 4. kvartal 1986 til 1. kvartal 1987. Den svake utviklingen i 1. kvartal var i stor grad forårsaket av ugunstige værforhold. Veksten tok seg kraftig opp igjen i 2. kvartal. BNP økte med hele 1,5% fra 1. kvartal, men var allikevel bare 0,8% høyere enn ett år tidligere. Privat konsum og bygningsinvesteringer viste den sterkeste veksten, mens offentlig etterspørsel var uendret. Produksjonsveksten i 2. kvartal har ikke vært sterk nok til å forhindre en viss økning i arbeidsløsheten, som i juli var på 9% sesongkorrigert.

Sentralbankpengemengden, som er det sentrale styringsmålet i penge- og kredittpolitikken i Vest-Tyskland, har økt sterkt de siste månedene. Fra 4. kvartal 1986 og fram til juni økte dette pengeaggregatet med 8% regnet som årlig rate, mens det offisielle målet er en vekst på 3-6% fra 4. kvartal 1986 til 4. kvartal 1987. Pengemengdeveksten må ses på bakgrunn av kapitalinngang og intervensjoner fra sentralbanken for å begrense appresieringen av tyske mark. Med den for tiden svært moderate veksten og den betydelige ledige kapasiteten i vesttysk økonomi er det liten fare for at den nåværende pengemengdeveksten skal kunne utløse en bekymringsfull inflasjonsutvikling. Konsumprisindeksen har vært uendret i Vest-Tyskland det siste året.

Også i de andre EF-landene har den økonomiske veksten vært svak hittil i år. Et viktig unntak er Storbritannia. Både produksjon og etterspørsel har økt kraftig. Industriproduksjonen var f.eks. i juni 5,4% høyere enn ett år tidligere, og arbeidsløsheten har falt til 10,2% i juli mot 11,4% ett år tidligere. Den er dermed lavere enn gjennomsnittet for de ti EF-landene som er i underkant av 12%. Mer ekspansiv finanspolitikk og lavere rentenivå i vårmånedene er viktige faktorer bak veksten i innenlandsk etterspørsel i Storbritannia. Eksportvolumet økte også kraftig mot slutten av 1986 som følge av markert depresiering av pundet etter oljeprisfallet i fjor. Produktivtetsveksten i industrien har samtidig vært usedvanlig høy og bidratt til å forhindre en svekkelse av konkurransevnen til tross for



en vesentlig høyere lønnsvekst enn hos handelspartnerne.

### *Moderat vekst i Sverige og produksjonsfall i Danmark*

BNP økte med bare 1,3% i Sverige i 1986. Etter en svak utvikling i 1. kvartal, dels på grunn av ugunstige værforhold, tok veksten seg opp i 2. kvartal. For 1. halvår under ett økte imidlertid ikke BNP med mer enn om lag 1,5% årlig rate. Privat konsum og industriinvesteringene er de viktigste faktorene bak økningen. Detaljomsetningsvolumet økte med 5,5% fra 1. halvår 1986 til 1. halvår 1987, hovedsakelig på grunn av et økt kjøp av varige konsumvarer. Ved siden av fortsatt reallønnsvekst har dereguleringer på kredittmarkedet bidratt til forbruksveksten. Tolv-månedersraten for veksten i konsumprisindeksen var i juni 3,3%, som var på linje med utviklingen hos de viktigste handelspartnerne. På grunn av ulike politiske vedtak, blant annet ny jordbruksavtale, økte imidlertid prisene med hele 1,2% fra juni til juli, og var da 4,3% høyere enn i juli 1986.

Den sterke veksten i innenlandsk etterspørsel har ført til betydelig importvekst. Nettoeksporten er derfor ventet å gi negativt bidrag til produksjonsveksten i år som i fjor. Eksporten øker imidlertid også, til tross for fall i importen hos viktige handelspartnere som Danmark og Norge og fortsatt sterkere lønnsvekst enn hos de viktigste handelspart-

ner. På grunn av den store vekten dollar har i den svenske valutakurven (22,8%), har dollarfallet ført til en effektiv depresiering av den svenske kronen, noe som har forhindret den svekkelsen i konkurranseevne en ellers skulle forvente ut fra den høye lønnsveksten. Handelsbalansen hadde et overskudd på 18,7 milliarder kroner i årets syv første måneder, 4 milliarder kroner mindre enn i samme periode 1986.

I Danmark har det siste års ulike økonomisk-politiske innstrammingsiltak ført til nedgang i innenlandsk etterspørsel etter en vekst på hele 5,7% i 1986. Privat konsum har imidlertid vært i nedgang siden midten av 1986. Særlig markert har nedgangen i bilsalget vært. Også investeringene er på vei ned etter meget kraftig vekst de foregående årene. Eksporten utvikler seg også svakt som følge av svekket konkurranseevne, både på grunn av effektiv appresiering av den danske kronen og som følge av relativt sterk lønnsvekst. Nedgangen i innenlandsk etterspørsel har imidlertid ført til markert importfall, som er blitt forsterket av at nedgangen i innenlandsk etterspørsel er konsentrert om importtunge komponenter som f.eks. biler. Handelsbalansen er derfor styrket det siste året. I 1. kvartal var det et overskudd på 0,6 milliarder mot et underskudd på 3,6 milliarder ett år tidligere. Nedgangen i innenlandsk etterspørsel og den svake eksportveksten vil gi lavere aktivitetsnivå i 1987 enn i 1986. OECD venter således et fall i BNP på 1 1/4%. Dermed vil også arbeidsløsheten, som i 1986 i gjennomsnitt var kommet ned i 8,4%, igjen øke.

## Utviklingen i det norske valutamarkedet hittil i 1987

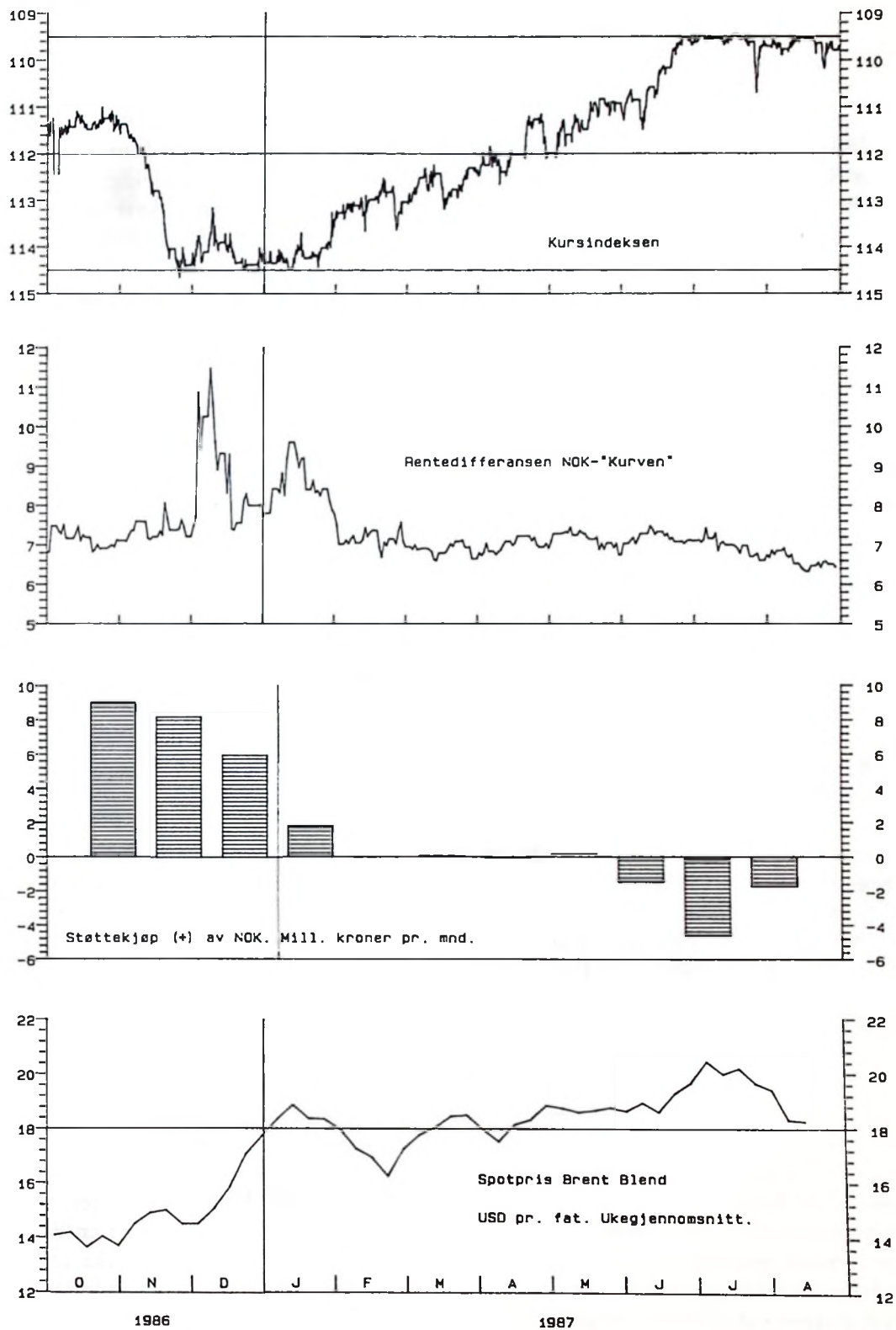
*Etter å ha vært nærmest kontinuerlig under salgspress siden høsten 1985, ble den norske kronen devaluert i mai 1986. Ved denne kursjusteringen ble den nye sentralverdien for indeksen fastsatt til 112 med et tilhørende svingningsintervall fra 109,5 til 114,5. Rett etter kursjusteringen lå kronen nær den sterke enden, det vil si nær 109,5. Fra midten av juli til slutten av november 1986 svekket kronen seg til det svake ytterpunktet, 114,5. Etter gjentatte perioder med sterkt press på kronen i slutten av fjoråret, ble den kortsiktige renten i desember 1986 tatt i bruk som et hovedinstrument i valutakursstyringen. Dette resulterte i mindre behov for sentralbankintervensjoner for å holde kronen innenfor det fastsatte intervallet. Etter hvert kunne pengemarkedsrenten reduseres til under nivået i begynnelsen av desember. Kronen fortsatte imidlertid gradvis å styrke seg. Siden slutten av juni til midten av september 1987 har Norges Bank intervenert ved å kjøpe valuta for motverdien av om lag 10 milliarder kroner i markedet for å holde kronen innenfor det sterke ytterpunkt på 109,5 for kursindeksen.*

*Kronekursen påvirkes både av «relevante» økonomiske data og av markedsaktørenes subjektive oppfatninger*

Kronens internasjonale verdi har gjennomgått sterke svingninger i den senere tid. I dette kapitlet skal vi se nærmere på utviklingen hittil i 1987, som innbefatter en styrking av kronen på 4 1/2% i løpet av første halvår. Dette har skjedd som et resultat av et komplisert samspill mellom en rekke faktorer. Særlig viktig er det relative rentenivå mellom norske kroner og utenlandsk valuta, forventninger med hensyn til stabiliteten i dette relative forholdet samt de endringer som har funnet sted i markedsdeltakernes forventninger om framtidig kursutvikling. Denne forventningsdannelsen påvirkes ikke bare av «relevante» økonomiske data, men synes også å være knyttet til oppfatninger om mer generelle politiske og økonomiske forhold. Betydningen av de ulike faktorer kan ikke vurderes på grunnlag av objektive målinger eller leses ut fra tilgjen-

gelig statistikk, men må i stor grad baseres på enkeltopplysninger fra markedsaktører. Uansett om de subjektive oppfatninger som gjør seg gjeldende virker rasjonelle eller ikke, er de interessante hvis de påvirker atferden til sentrale aktører og således forklarer svingninger i kursene. Det er viktig å understreke at en slik beskrivelse av forventningsdannelsen kan være ufullstendig, men den er likevel viktig for forklaringen av markedsutviklingen. Det reaksjonsmønster som i stadig sterkere grad synes å ha gjort seg gjeldende i det norske valutamarked, kjenner en for øvrig igjen fra internasjonale valutamarkeder. Forventningsendringer har spilt en helt sentral rolle i forklaringen på kronens sterke utvikling hittil i år. Situasjonen i valutamarkedet er fremdeles labil, og det synes som om det skal lite til for å bevege markedsdeltakernes bedømmelse av den økonomiske politikk. Dette er en stilling kronen deler med en rekke andre valutaer, men som myndighetene like fullt må ta hensyn til.

Figur 3.1. Utviklingen i kursindeksen og viktige forklaringsfaktorer, fra og med oktober 1986 til og med august 1987





*Myndighetenes vilje til å bruke renten for å forsvare kronen har styrket kronkursen*

Det viktigste grunnlaget for den positive utviklingen på valutamarkedet i 1987 ble antakelig lagt i slutten av fjoråret. Etter betydelige intervensjoner for å holde kursindeksen innenfor det tillatte svingningsområdet, hevet Norges Bank den 2. desember dagslånsrenten på bankenes låneadgang i sentralbanken med 2 prosentpoeng til 16,0%, jf. figur 3.1. I valutamarkedet ble denne viljen til å forsvare kronen, ikke bare med valutaintervensjoner, men også med bruk av renten, tolket positivt. Riktignok var det en viss uro fredag 5. desember, men hovedtendensen var at den nye politikken bidro til at presset mot kronen avtok. Det ble straks et betydelig mindre behov for å intervensjonere i markedet, samtidig som kronen styrket seg. Renten i det norske pengemarkedet hadde steget langt mer enn oppgangen i renten på bankenes låneadgang skulle tilsi. Fra mandag 8. desember ble markedet tilført kroner, via inngåelse av likviditetstilførende valutaswapper, og noe senere ble også bankenes låneadgang i sentralbanken utvidet. Dette førte til at rentene i pengemarkedet falt noe ned mot lånerenten i Norges Bank, uten at det fikk noen negativ innvirkning på kursen for den norske kronen.

Den økte stabiliteten i valutamarkedet ga grunnlag for å senke bankenes lånerente i Norges Bank, den 16. desember til 15,5%, og allerede den følgende dag videre ned til 14,8%. I ettertid kan en nok se at dette var i tidligste laget. I dagene før jul og i juleuken måtte Norges Bank daglig intervensjonere av kurshensyn. Den raske nedtrappingen hadde trolig skapt frykt i markedet for at fleksibiliteten i rentepolitikken ikke var så stor som antatt. Fra enkelte hold ble rentereduksjonen tolket som om Norges Bank hadde gitt etter for politisk press. Den økte etterspørselen etter valuta kan også til en viss grad ha hatt sammenheng med ønsker i næringslivet om å foreta justeringer i sine valutaposisjoner i forbindelse med årsregnskapet. Bankene meldte uvanlig store valutabehov under kursfastset-

telsen på Oslo Børs, fordi valutamarkedet for øvrig var tynt. Den økte etterspørselen ga derfor uforholdsmessig store utslag i kursbildet, men indeksen ble holdt i den svake enden (114,3–114,4).

Den norske kronen forble relativt svak også de første ukene i januar. Det var sterke rykter i valutamarkedene om en nært forestående paritetsjustering innen EMS, og mange markedsdeltakere var usikre på hvordan en eventuell justering ville påvirke kronen.

Etter at paritetskursene innen EMS ble justert med virkning fra 12. januar, endret utviklingen for kronen seg. Forholdene mellom de fleste internasjonale valutaene ble stabilisert, og opprettholdelsen av et høyt norsk rentenivå økte tilliten til at myndighetene var innstilt på å forsvare kronens internasjonale verdi. Etter hvert så en derfor klare tegn til en bedre balanse i det norske valutamarkedet. Avtalene om et «null-oppgjør» i LO/ N.A.F.-området bidro også positivt. Næringslivet foretrakk dermed i økende grad å sitte med kronefordringer (på termin) fremfor valutaforordringer – særlig opp til to til tre måneders sikt – for å oppnå en høyere avkastning. Det skulle vise seg at det, med ett unntak, etter dette ikke lenger var nødvendig for Norges Bank å intervensjonere i valutamarkedet for å støtte kronen. Riktignok var det ved et par anledninger nødvendig å selge valuta under kursfastsettelsen på Oslo Børs, men dette var mer av tekniske årsaker.

Den gradvise styrkingen av kronen ga grunnlag for en trinnvis reduksjon i de korte rentene. I første omgang ble pengemarkedsrentene redusert ved tilførsel av likviditet gjennom intervensjoner i valutaswapmarkedet. Eurokronerentene for løpetider opp til 3 måneder falt i gjennomsnitt 1 1/2 prosentpoeng fra midten av januar. Denne nedgangen i pengemarkedsrentene svekket ikke kursen på norske kroner. Isolert sett kunne en tenke seg at en nedgang i en valutas forrentning ville gjøre den mindre attraktiv å plassere i, og at en således ville få mindre etterspørsel etter eller større tilbud av valutaen, og



dermed en svakere kurs. Kronen ble tvert imot styrket til verdier på indeksen rundt 113,5. Den 28. januar fant Norges Bank det derfor forsvarlig å ytterligere redusere renten på bankenes låneadgang, til 14,5%. Dette ble av aktørene i valutamarkedet tatt som et tegn på at utviklingen gikk i riktig retning og sannsynligheten for en devaluering ble vurdert som stadig mindre. Til tross for en reduksjon i rentenivået, ble stigningspotensialet for kronen vurdert som så stor at det ville mer enn oppveie nedjusteringen i renten. Kronen fortsatte å styrke seg, og dagslånsrenten i Norges Bank ble redusert videre til 14,2% den 3. februar og til 13,8% den 16. februar, uten at det ga nevneverdige utslag i kursindeksen. Ved sistnevnte nedjustering lå kronen, målt ved indeksen, i området rundt 113.

#### *Valutamarkedet er imidlertid labilt*

Til tross for en gradvis og relativt jevn appresiering av kronen, var situasjonen for kronen fortsatt labil. Den grunnleggende økonomiske situasjonen tilsa fortsatt at den norske kronen på noe lengre sikt kunne bli en svak valuta. Markedsdeltakerne ønsket imidlertid i den daværende situasjon å utnytte fordelene med den høye norske renten, ved å ta posisjoner i en valuta som også viste en kortsiktig appresierende utvikling. For å være forberedt på å gå ut av disse posisjonene i rett tid, begynte aktørene i langt større grad enn tidligere å fokusere på offentliggjørelsen av økonomiske nøkkeldata. Denne fokuseringen resulterte ofte i forutgående rykter og anslag.

Når det likevel kunne ta noe tid før slike tall slo ut i valutamarkedet, hadde dette sammenheng med at ikke all offentliggjørelse av økonomiske data i Norge er lagt opp slik at markedsdeltakere får samtidig informasjon via skjermbaserte systemer. For å få tak i visse data må den enkelte aktør ta kontakt med den instans som offentliggjør de aktuelle tallene. I løpet av våren så en derfor flere eksempler på

at det tok noe tid før tilgjengelige tall fikk innflytelse på valutamarkedet. At situasjonen for kronen fortsatt var usikker, ble gjenspeilet i at markedet ved flere anledninger overreagerte på den informasjon som etterhvert ble kjent i markedet.

Illustrerende eksempler i denne forbindelse er offentliggjørelsen av konsumprisindeksen, som for flere måneder i løpet av våren var høyere enn forventet. Prisindeksen er som kjent tilgjengelig hos Statistisk Sentralbyrå den 10. i hver måned kl. 10. Den 10. februar lå f.eks. kursindeksen relativt stabil både før og under noteringen på Oslo Børs. Utpå dagen svekket imidlertid kronen målt ved kursindeksen, fra en verdi på 113,2 til 113,5, før den igjen styrket seg utpå ettermiddagen og stabiliserte seg rundt 113,3. Tilsvarende reaksjon fikk en også da konsumprisindeksen for mars ble offentliggjort 10. april. Kursindeksen steg da fra 112,15 til 112,70 før den stabiliserte seg i området 112,2.

I større grad enn tidligere synes også markedsdeltakerne å ha hatt visse forventninger om utviklingen i nøkkeltall. Markedet reagerte således positivt ved offentliggjørelsen av timelønnsveksten fra 1. kvartal 1986 til 1. kvartal 1987, selv om denne var på over 18%. Markedsdeltakerne hadde allerede diskontert en vekst på over 20% og kronen styrket seg seg fra 111,1 til 110,9.

Likeledes styrket kronen seg den 10. mai i forbindelse med offentliggjørelsen av konsumprisindeksen for april, som viste seg å være lavere enn forventet. Kursindeksen beveget seg fra 111,75 i verdi til 111,45.

Da Moody's 7. mai bekjentgjorde at de ønsket å ta Norges kredittverdighetsstatus opp til revurdering, medførte dette kun en kortvarig og mindre svekkelse av kronen. Dette hadde sammenheng med at markedsaktørene allerede hadde diskontert at det ville ta tid å rette opp de mer grunnleggende ubalanser i norsk økonomi. Offentliggjørelsen av at den norske stat, samt en rekke norske finansinstitusjoner, virkelig var nedgradert, førte følgelig heller ikke til store utslag i kursbildet.

Derimot reagerte markedet kraftig på det mistillitsforslag mot regjeringen som ble fremsatt i Stortinget den 9. juni. Kronen svekket seg målt ved kursindeksen fra 110,50 til 111,30. Det var en utbredt oppfatning i markedet at en ny regjering ville kunne få større problemer med å gjennomføre en stram linje i det inntektspolitiske samarbeid og med å føre en stram politikk. Dette ville igjen få en negativ virkning for norsk utenriksøkonomi og den norske kronen. Straks den usikre politiske situasjonen var avklart, viste kronen på ny en sterk utvikling. Høye oljepriser, uttalelser fra medlemmer i regjeringen om at det høye rentenivået ville bli opprettholdt, samt uendret rente ved utleggelsen av statscertifikater i juni, bidro til å underbygge en fortsatt sterk krone. Fra og med de siste dagene i juni var Norges Bank så å si daglig i valutamarke- det og kjøpte opp overskuddet av valuta for å holde kursindeksen innenfor det tillatte svingningsområdet.

Den 27. juli oppsto det imidlertid ny uro omkring kronen. To faktorer synes å ha med- virket; et svakt fall i råoljeprisen og kritikken i norske massemedia av regjeringens rentepoli- tikk. Det var særlig uttalelser fra enkelte LO-forbund om å kreve kompensasjon for de høye rentene i de kommende lønnsoppjør som bidro til å skape tvil om moderasjonslin- jen i inntektsoppjørene. Så vidt vites startet presset mot kronen fra utenlandsk hold, med avvikling av en del kronetilgodehavender plassert til høye norske renter. Kursindeksen for kronen svekket seg raskt i morgentimene fra omkring 109,6 til omkring 110,3, da Nor- ges Bank gikk inn i markedet og tilførte et større beløp i valuta i løpet av kort tid. Indek- sen stabiliserte seg, men steg senere på dagen til 110,7. Tirsdag var imidlertid situasjonen igjen normalisert, og kursindeksen kom på ny tilbake til det sterke nivået hvor den hadde ligget siden slutten av juni.

Den 24. august så en igjen tilløp til mar- kedsuro, og kronen svekket seg fra 109,7 til vel 110,2 på meget kort tid. Situasjonen nor- maliserte seg gradvis, og kursindeksen styrket seg mot ytterpunktet i løpet av de påfølgende

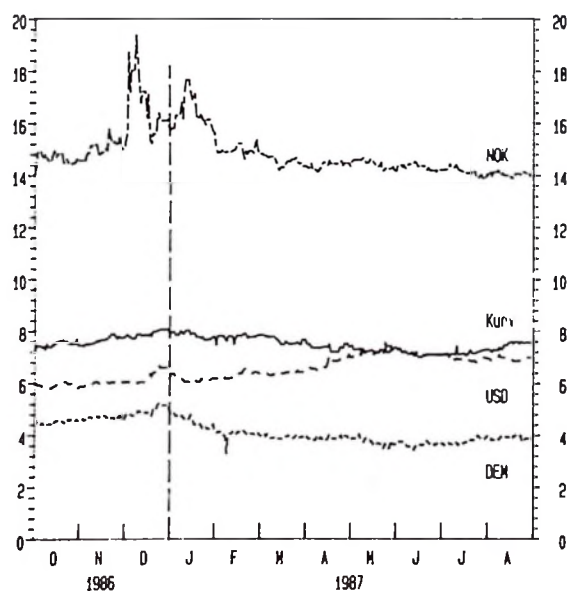
dagene uten inngrep fra Norges Banks side. Mye tyder på at en temporær svekkelse i olje- prisen var årsaken til kronesvekkelsen.

### *Renteutviklingen i Norge og i utlandet*

Figur 3.2 viser utviklingen i den norske 3-måneders eurokronerenten sammen med utviklingen i en beregnet 3-måneders kurv- rente. Kurvrenten er beregnet ut fra et veid geometrisk gjennomsnitt av 3-måneders eurorenter for alle kurvvalutaer og med samme vekter som i den norske valutakurs- indeksen. Figur 3.1 viser utviklingen i diffe- ransen mellom kronerenten og de øvrige rente- ene.

En ser at siden rentenedsettelsen på Norges Banks utlån til bankene i februar har differan- sen mellom kronerenten og den beregnede kurvrenten vært relativt stabil (i området 6–7 prosentpoeng). Mot enkeltvalutaer som f.eks. tyske mark, har rentedifferansen ligget stabilt

*Figur 3.2. Tre-måneders euro-renter. Prosent p.a. Oktober 1986 – august 1987*



på vel 10 prosentpoeng, mens den mot dollar har vist en fallende tendens ned mot om lag 7 prosentpoeng.

En positiv rentedifferanse overfor andre valutaer er nødvendig for å sørge for en tilgang av kortsiktig og langsiktig kapital fra utlandet, når det er forventninger i markedet om at kronen over tid vil svekkes overfor andre valutaer. Regjeringens økonomiske opplegg for 1987 har siktet mot at driftsunderskuddet overfor utlandet i det alt vesentlige skulle finansieres ved kapitalinn- gang fra utlandet til den private sektor. Den statlige opplåningen skulle være beskjeden, og det var ikke regnet med noen vesentlig endring av offisielle valutareserver. Forutsetningen for at dette opplegget skulle kunne gjennomføres, var at det kunne skapes tilstrekkelig tillit til at kronens kursverdi ville bli opprettholdt, slik at næringslivet anså risikoen for kurstap på lån og kreditter opptatt i utlandet for å være liten. I Norges tilfelle knytter kursrisikoen seg dels til sannsynligheten for en devaluering og dels til sannsynligheten for en kursbevegelse for kronen innenfor svingningsmarginene for den norske kursindeksen (109,5–114,5).

Særlig når kronen målt ved kursindeksen har vært svak (nær 114,5), har det vært usikkerhet om hvorvidt kronen ville bli devaluert. Den annen type usikkerhet har særlig gjort seg gjeldende når kronekursindeksen har ligget i den sterke enden av svingningsområdet (nær 109,5). Usikkerheten har her vært knyttet til risikoen for at kronen på ny skulle svekkes, men innenfor sitt svingningsområde. For eksempel må en, selv med dagens gunstige rentedifferanse på 7 prosentpoeng i norsk favør, sitte med norske kroner i ca. 1 1/2 måned for å oppveie en svekkelse av den norske krone med 1 prosentpoeng. En endring over hele kursintervallet, fra den sterke til den svake enden (5 prosentpoeng), vil først oppveies etter vel 8 måneder.

Fallhøyden innen båndet blir naturligvis større jo sterkere kronen målt ved kursindeksen er, mens det på den annen side gjenstår lite rom for ytterligere appresiering av kronen

i en slik situasjon. Holdningen «nå kan det bare gå én vei» har da lett for å oppstå i markedet, og det skal gjerne svært lite til før det oppstår dramatiske svekkelser i indeksen. Slike plutselige svekkelser innenfor svingningsmarginene kan igjen vekke til live devalueringsspekulasjoner og dermed drive kursindeksen ytterligere mot det svake ytterpunktet for kronen (114,5). Den kombinerte effekten når disse to usikkerhetstypene virker sammen, kan bli meget sterk. Dette kan langt på vei forklare de sterke kursutslag en fra tid til annen har opplevd i det norske valutamarke- det.

#### *Utlendingene har vært viktige aktører i valuta- markedet*

Tilgjengelig statistikk over bankenes valuta- transaksjoner i første halvår 1987 er samlet i tabell 3.1. (En nærmere beskrivelse av hvordan transaksjonene i valutamarke- det nedfel- ler seg i statistikken, er gitt i artikkelen «Aktø- rene bak valutauroen våren 1986» i Penger og Kreditt 1986/3.) Tallene viser at utenlandske aktører — i det alt vesentlige utenlandske ban- ker — solgte valuta til norske banker for netto vel 13 milliarder kroner. Nesten 12 mil- liarder ble solgt på termin, det vil si for frem- tidig levering til en på forhånd avtalt kurs som

*Tabell 3.1. Norske bankers netto valutakjøp (— salg) 1. halvår 1987. Milliarder kroner.*

		Spot	Termin	I alt
A.1	Fra oljeselskaper ved- rørende oljeskatt	8,5	-0,1	8,4
A.2	Fra andre norske kunder	-18,4	3,9	-14,5
A.3	Fra utenlandske kunder	1,4	11,8	13,2
A	Fra kunder eksklusive Norges Bank	-8,5	15,6	7,1
B	Fra Norges Bank	1,4	-4,4	-3,0
A+B	Norske bankers netto valutakjøp i alt	-7,1	11,2	4,1



innkorporerer fordelene av det høye norske rentenivået. Også innenlandske aktører solgte valuta på termin i betydelig omfang – for nesten 4 milliarder kroner. Det er nærliggende å anta at det særlig er disse valutastrømmene som har vært rentemotiverte.

I løpet av perioden ble det imidlertid fra de innenlandske aktører – med unntak av oljeselskapene – kjøpt valuta spot (kontantoppgjør) for over 18 milliarder kroner. Mens terminsalgene har sammenheng med tilgangen på fremtidige valutainntekter, er spotkjøpene mer knyttet til betalinger for løpende nettoimport, renteutgifter og nedbetaling av nettogjeld. Det er i denne sammenheng verd å merke seg at de innenlandske aktører ikke har skaffet seg valuta ved å øke sin nettogjeld i utlandet.

Oljeselskapene solgte valuta for netto vel 8 milliarder kroner til norske banker, i særlig grad for å dekke sine skatteforpliktelser i norske kroner.

I alt kjøpte norske banker valuta fra publikum og utenlandske kunder for nærmere 16 milliarder kroner på termin. Bankenes egne valutafordringer på termin økte med vel 11 milliarder kroner, mens vel 4 milliarder kroner ble solgt videre til Norges Bank. På spot-siden solgte bankene valuta for 8,5 milliarder kroner, som ble skaffet til veie ved økning i bankenes egen valutagjeld med vel 7 milliarder kroner og kjøp fra Norges Bank for nær 1 ½ milliarder kroner.

### *Sentralbankens rolle er å opprettholde ordnede markedsforhold*

De relativt kraftige kortsiktige kursutslag på norske kroner har enkelte ganger reist spørsmål om sentralbankens ansvar for å opprettholde ordnede markedsforhold. Norges Bank har forholdt seg til dette problemet på to områder.

For det første har en tilstrebet mest mulig samtidighet i bankenes informasjon til markedet. Ved å benytte skjermbaserte informasjonssystemer, som Reuter og Telerate, ser det ut til at en når tilstrekkelig mange aktører i markedet. Imidlertid blir fremdeles viktige data som publiseres fra andre institusjoner kjent i markedet til nokså tilfeldige tidspunkter. I enkelte situasjoner fører dette til urolige markedsituasjoner – ofte fordi noen tror andre opptrer på en bestemt måte fordi disse har fått tak i informasjon. Dessuten har markedsaktørene foreløpig begrenset kapasitet til å tolke de opplysninger som blir gitt. Det kreves et apparat for å vurdere hva som egentlig ligger i tallene. Tolkningene kan nå være noe tilfeldige.

For det andre vil Norges Bank løpende vurdere om en gitt situasjon bør stabiliseres ved intervensjoner. I utgangspunktet er det markedets oppgave å komme fram til en likevektskurs så lenge indeksen befinner seg innenfor kursbåndet mellom 114,5 og 109,5. Imidlertid oppstår det fra tid til annen situasjoner som kan være destabiliserende, i den forstand at en gitt kursutvikling kan skape en reaksjon i markedet som forsterker kursutslaget. Intervensjon innenfor ytterpunktene kan således ha sammenheng med at en ønsker å demme opp behovet for ytterligere intervensjoner på et senere tidspunkt.

## Utviklingen i penge-, kapital- og valutamarkedene

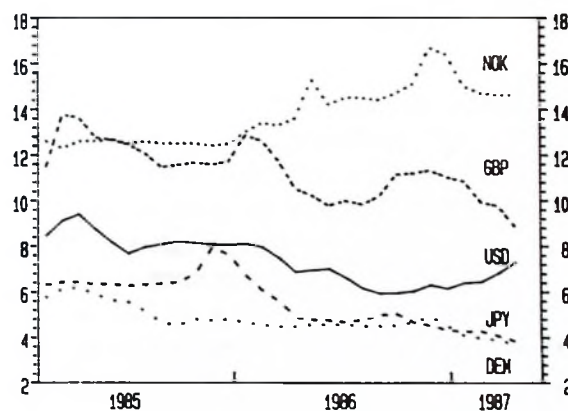
*De internasjonale penge-, kapital- og valutamarkedene*

Valutamarkedene var fra slutten av mai til midten av august preget av sterkere tendens for amerikanske dollar. En forklaring på dollaroppgangen kan være at renten i USA, som ble økt på forsommeren for å stabilisere kursen, faktisk økte mer enn det som var nødvendig ut fra kursstabiliseringshensyn. Dermed økte interessen for dollar-denominerte verdipapirer særlig fra japanske investorer, etter en periode med stor tilbakeholdenhet. Sterkere dollar i august kan tilskrives økt spenning i Persiabukta. Mot slutten av august falt dollarkursen igjen tilbake til nivået tidlig på sommeren. Både redusert renteforskjell vis-a-vis de andre hovedvalutaene og offentliggjøring av tall som viste større underskudd på handelsbalansen i USA i juni enn forventet, kan ha bidratt til dette. Britiske pund har på sin side vist fortsatt sterk utvikling, understøttet av høye renter. Forholdet mellom valutaene innen det europeiske valutasamarbeidet EMS har vært rolig, med forholdsvis liten avstand mellom sterkeste og svakeste valuta. Franske franc har gjennom hele perioden ligget øverst i kursbåndet.

Renteutviklingen har i de fleste industriland vist store svingninger. Fra mai har utviklingen vært preget av generell renteoppgang. Oppgangen har vært størst for langsiktige renter, noe som kan skyldes forventninger om sterkere prisstigning. Rentene steg kraftig i USA i april/mai, mens renteoppgangen kom senere i de andre landene. Mens differansen mellom

det langsiktige rentenivå i USA og Japan økte kraftig tidligere i år, er rentedifferansen for 10-årspapirer siden mai blitt redusert fra 5 til 3 prosentpoeng. Dette har skjedd ved at rentenivået i Japan har steget samtidig med at den amerikanske renten er blitt redusert. En forklaring på denne utviklingen kan være at japanske investorer har solgt sine yen-fordringer for å investere i det amerikanske verdipapirmarked. Svakere dollar fra midten av august har bidratt til at rentedifferansene igjen har økt. 3-måneders dollarente i euro-

Figur 4.1. Internasjonale rentesatser. Månedsgjennomsnitt av tre-måneders eurorente



De kortsiktige rentesatsene har vist store svingninger i 1987. Rentedifferansen i favor av dollar-denominerte plasseringer økte i løpet av årets fremste måneder, blant annet som følge av renteoppgang i USA i april-mai. Senere er disse renteforskjellene noe redusert. Kronerrenten (NOK) har sunket utover i 1987, fra sitt høye nivå ved inngangen til året.

markedet var 7,3% ved utgangen av august, mens tilsvarende rente på yen-plasseringer lå i underkant av 4,1%.

I Vest-Tyskland har tre-måneders penge-markedsrenter vist svak oppgang til i overkant av 4% ved utgangen av august. Det langsiktige rentenivået økte fra juni til august med i underkant av 1 prosentpoeng til om lag 6 1/2%. Rentenivået i Storbritannia er fortsatt relativt høyt, og de fleste rentesatser ligger i overkant av 10%.

*Internasjonale kapitalmarkeder.* Mens de finansielle strømmer mellom industrilandene nær ble fordoblet i 1986 som følge av store finansielle ubalanser og økt liberalisering, har aktiviteten hittil i år vært atskillig mindre. Økt usikkerhet omkring rente- og valutakursutviklingen er faktorer som kan ha bidratt til mer avventende markeder. Tilveksten av nye finansielle instrumenter har avtatt, og marke-

det for obligasjoner med flytende rente er sterkt redusert i omfang etter sammenbruddet i markedet for evigvarende obligasjoner i desember i fjor. Nyutstedelser av obligasjoner med fast rente gikk imidlertid også sterkt tilbake i annet kvartal. Samtidig ble det utstedt flere verdipapirer som har likhetstrekk med aksjer.

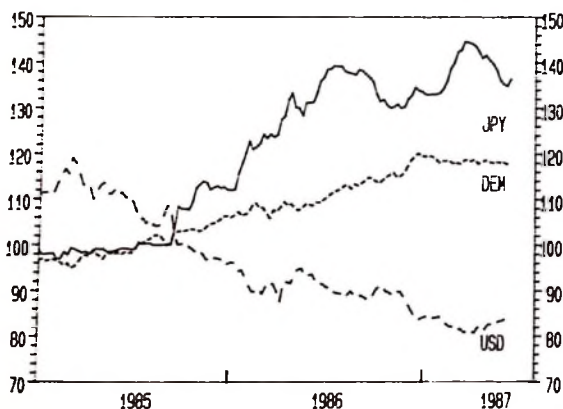
Reduksjonen i internasjonale utlån vedrører så vel banklån som lån over verdipapir-markedene. Ifølge statistikk fra BIS var økningen i de rapporterende bankers fordringer på utlandet i første kvartal 1987 bare 30% av fordringsøkningen i fjerde kvartal i fjor. Nedgangen skyldes hovedsakelig dempet vekst i internasjonale interbankposisjoner, etter at interbankmarkedet hadde vokst meget kraftig i 1986. På den annen side økte utlånene til andre låntakere enn banker, slik at interbankfordringer nå utgjør en mindre del av internasjonale bankers aggregerte balanser. Det er særlig de japanske bankene som har bidratt til veksten, og siden utgangen av 1984 har japanske banker økt sine internasjonale fordringer med over 200%. Halvparten av veksten i internasjonale interbankposisjoner i 1985 og 1986 involverer japanske banker. Årsaken er foruten en omfattende deregulering av det finansielle system i Japan, økte transaksjoner med datterbanker i utlandet i forbindelse med opprettelsen av et japansk offshore-marked i fjor.

De økte bankutlånene ble i hovedsak gitt til låntakere i industriland. Store lån til Mexico er årsak til den sterke økningen i andelen lån til utviklingsland i annet kvartal i år.

Andelen lån denominert i amerikanske dollar går fortsatt ned, mens lån i tyske mark, japanske yen og sveitsiske franc viser tilsvarende vekst. Likeledes har det vært økt bruk av ECU som lånevaluta.

Bankenes innlånsside er i første kvartal preget av økte innskudd fra offisielle monetære institusjoner, noe som tilskrives sentralbankers intervensjoner i valutamarkedene og ønsket om mer aktiv styring av valutakursene i tiden framover.

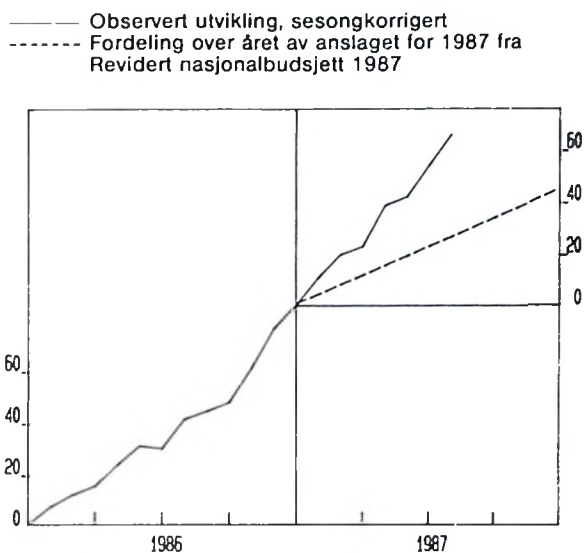
Figur 4.2. Effektiv kursutvikling for hovedvalutaene. Ukegjennomsnitt av MERM-indeks. 1984=100



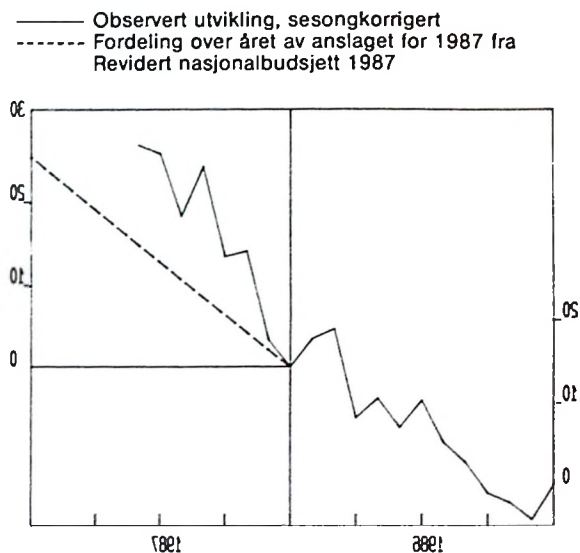
Valutamarkedet var preget av sterk yen (JPY) og svak dollar (USD) de første månedene av 1987. I mai snudde utviklingen, og dollaren viste sterkere tendens gjennom sommermånedene. Verdien på tyske mark (DEM) har vært relativt stabil.



Figur 4.3. Kredittindikatoren



Figur 4.4. Publikums likviditet



Både registrert innenlandsk kreditttilførsel og pengemengdevekst var i perioden januar–juli høyere enn forutsatt i Revidert nasjonalbudsjett. Kredittindikatoren registrerte tall har i 1987 overvurdert den faktiske tilførsel, som følge av tilbakeføring av lån til bankenes balanser.

### Penge-, kreditt- og valutaforholdene i Norge

#### Penge- og valutamarkedet

**Pengemarkedsrentene.** De kortsiktige rentene har beveget seg innenfor intervallet 15–16 % de siste månedene, regnet som effektiv rente. Tremåneders eurokronerenter viste fallende tendens fra vel 15,5 % i begynnelsen av mai til 14,9 % i begynnelsen av september. Renten på bankenes automatiske låneadgang i Norges Bank har ligget fast på 13,8 % siden februar, eller 14,7 % regnet som effektiv rente.

**Rentestatistikken** som er laget på grunnlag av oppgaver til Norges Bank fra banker og forsikringsselskaper, viser at bankenes gjennomsnittlige utlånsrente var 16,3 % ved utgangen av annet kvartal. Gjennomsnittlig innskuddsrente var 10,8 %. Dette representerer en nedgang i innskuddsrenten på 0,1 prosentpoeng i forhold til første kvartal, mens utlånsrenten har økt med 0,2 prosentpoeng. For de to første kvartaler sett under ett har imidlertid rentemarginen blitt redusert

ved at gjennomsnittlig utlånsrente har økt med 0,3 prosentpoeng mens innskuddsrenten økte med 0,7 prosentpoeng. For livsforsikringsselskapene steg den gjennomsnittlige utlånsrenten med 0,2 prosentpoeng i annet kvartal, til i alt 13,7 %.

**Publikums likviditet.** Den registrerte vekst i likviditetstilførselen til publikum var sterk i årets syv første måneder, i første rekke på grunn av veksten i innenlandsk likviditetstilførsel. Ved utgangen av juli viste de registrerte tall en pengemengdevekst de siste 12 måneder på 10,7 %. I Revidert nasjonalbudsjett 1987 er veksten i publikums likviditet anslått til 7,5 % for inneværende år.

**Kreditttilførselen.** Norges Banks kredittindikator, som gir uttrykk for den registrerte sesongjusterte kreditttilførselen til privatpersoner, foretak og kommuner, viste fortsatt sterk vekst i juli. Den registrerte tilførsel for januar–juli var nær 65 milliarder kroner, allerede høyere enn årsanslaget i Revidert

nasjonalbudsjett for 1987. Den registrerte kreditttilførsel var stor både fra banker, private kredittforetak og livsforsikringsselskaper samtidig som kreditttilførselen over sertifikatmarkedet har vært sterk i årets 7 første måneder.

Utviklingen i kredittindikatoren og pengemengden er fortsatt påvirket av ulike tilpasninger til virkemiddelbruken. Tallene for juni og juli er i en viss grad påvirket av at lån er tatt inn i balansene som følge av nye forskrifter for føring av lånegarantier, og at beregningsgrunnlaget for tilleggsreserver er hevet.

Selv om den innenlandske kreditttilførsel i form av bankutlån og fra andre innenlandske kilder har vært høy, har kapitalinngangen fra utlandet til private og kommuner vært langt lavere enn antatt. Det er derfor sammensetningen, og ikke det samlede omfang av kreditttilførselen, som viser vesentlige avvik fra budsjettanslaget. Disse forhold er nærmere omtalt i kapittel 1, sammen med en mer omfattende vurdering av publikums tilpasning av gjeld og fordringer.

*Valutareguleringen.* Rammen for bedriftenes regulerte langsiktige låneopptak i valuta er i Nasjonalbudsjettet for 1987 satt til 7,5 milliarder kroner for 1987. Ved utgangen av august hadde Norges Bank utstedt lisenser for motverdien av nær 4,3 milliarder kroner som belaster denne rammen. Rammen for foretakenes kortsiktige opplåning er 13,8 milliarder, og utnyttelsen av denne var om lag 11,3 milliarder kroner ved utgangen av juni. I Revidert nasjonalbudsjett for 1987 ble det åpnet adgang for at også hjemmekonkurrerende næringer skal kunne finansiere sine realinvesteringer ved valutalån. Likeledes vil utekonkurrerende næringer i vare- og tjenesteproduksjon etter særskilt søknad kunne øke sin utestående valutagjeld uten at låneopptaket knyttes til realinvesteringer.

*Den kortsiktige likviditetsstyringen.* Den underliggende likviditetssituasjon i pengemarkedet er fortsatt stram, og behovet for sentralbank-

finansiering omfattende. Opphevelsen av primærreservekravet fra 1.juni reduserte bankenes finansieringsbehov noe, men samtidig førte opphevelsen til at likviditetstilførsel i form av gjenkjøpsavtaler med bankene i stats- og statsbankobligasjoner ikke lenger ble hensiktsmessig. Bankenes automatiske låneadgang ble gradvis redusert fra 800% av beregningsgrunnlaget i mai til 325% i august. Reduksjonen i dagslånsadgangen må først og fremst ses i sammenheng med opprettelsen av en ny låneordning fra 1. juni. Behovet for sentralbankfinansiering er imidlertid også noe lavere på grunn av intervensjoner i valutamarkedet. Sterkere kroneutvikling har ført til at Norges Bank har kjøpt valuta og dermed tilført likviditet til bankene. På den annen side har Norges Banks netto obligasjonssalg i august og september ført til strammere likviditet i pengemarkedet.

Den nye låneordningen, F-lån, innebærer at bankene kan tilbys uoppsigelige lån med fast rente for en gitt periode. Det første F-lånet ble lagt ut 1. juni, hadde 3 måneders løpetid og rente på 14,2%. I alt 12 milliarder kroner ble tildelt ved denne utleggelsen. Den 1. juli ble det tildelt to nye F-lån på tilsammen 15 milliarder kroner. Det ene lånet hadde 4 måneders løpetid og 14,3% rente, det andre 9 måneders løpetid og 14,5% rente. Da det første F-lånet forfalt ved inngangen til september, ble dagslånsadgangen igjen økt, til 500% av beregningsgrunnlaget.

Norges Banks finansiering av pengemarkedet var i gjennomsnitt om lag 58 milliarder kroner pr. dag i august i form av D-lån, F-lån og over terminmarkedet, mens sentralbankfinansieringen i juni og juli i gjennomsnitt var 74 og 60 milliarder kroner pr. dag.

I slutten av juni ble det lagt ut et nytt 12 måneders statssertifikat med 13,8% rente. Postsparebanken, trygdeforvaltningen og Norges Bank tegnet seg for 1435 millioner kroner, mens andre aktører tegnet seg for 200 millioner.

*Endringer i kredittpolitiske virkemidler.* Utformingen av tilleggsreservekravet for bankene

ble endret fra utgangen av juli. De nye forskriftene innebærer en heving av utgangspunktet for den vekst i beregningsgrunnlaget som utløser tilleggsreservekrav. Utgangspunktet ble hevet med 10%, svarende til 28 milliarder kroner. Samtidig ble bredden av første tilleggsreservetransje utvidet fra 8 til 13%.

*Valutakurspolitikk og valutareserver.* Den norske kronen har styrket seg gradvis gjennom 1987, og har de siste månedene ligget i den sterke enden av svingningsmarginen. Kronens internasjonale verdi målt ved kursindeksen har i gjennomsnitt ligget rundt 109,7 i juli og august. Norges Bank har fra slutten av juni til midten av september netto kjøpt valuta for motverdien av 9–10 milliarder kroner for å holde kursindeksen innenfor den nedre stipulerte grense. Utviklingen i valutamarkedet er nærmere drøftet i kapittel 3.

Norges Banks valutabeholdning utgjorde ved utgangen av august 98,2 milliarder kroner, korrigert for utestående avtaler om fremtidig nettosalg av valuta. Valutabeholdningene har dermed økt med 7,7 milliarder kroner siden siste årsskifte.

### *Kapitalmarkedet*

*Obligasjonsomsetning.* Etter at annenhåndsmarkedet for statsobligasjoner hadde vært dominert av selgerinteresser i første halvdel av juni, oppsto betydelige kjøperinteresser fra midten av august, noe som må antas å henge sammen med renteforventningene i markedet. Mens Norges Banks nettokjøp av obligasjoner var 1,1 milliarder kroner i juni, solgte banken obligasjoner for nærmere 8 milliarder kroner fra midten av august til midten av september.

Effektiv rente på mellomlange statsobligasjonslån, der omsetningen har vært størst, er redusert med 0,5 prosentpoeng til om lag 13%

fra begynnelsen av august til midten av september. Renten på de lengste lånene har ligget noe lavere, og var midt i september 12,7%.

Omsetningen av opsjoner i tilknytning til obligasjoner har økt i omfang i år, mens terminhandel med obligasjoner, som hadde et visst omfang i fjor, nærmest har bortfalt.

*Emisjoner.* I årets syv første måneder utgjorde private og kommunale emisjoner i obligasjonsmarkedet 14,1 milliarder kroner, eller mer enn det dobbelte av tilsvarende emisjoner i samme periode i 1986. Det er ikke lagt ut nye statsobligasjonslån innenlands i år.

Emisjon av sertifikater fra private har også vært betydelig hittil i år. Det er brutto tatt opp i alt 43,4 milliarder kroner i lån over sertifikatmarkedet i årets åtte første måneder, hvorav tegning i statssertifikatlån utgjorde 6,0 milliarder kroner. Det utestående beløp i sertifikater utstedt i det norske marked, utgjorde 30,0 milliarder kroner ved utgangen av juli, hvorav lånesertifikater utgjorde nær halvparten.

*Aksjemarkedet.* Aksjemarkedet har vært preget av kursoppgang og høyt omsetningsvolum hittil i år. Særlig stor var oppgangen i juni, juli og august. Ved utgangen av juli var det omsatt aksjer i inneværende år for 27 milliarder kroner, hvilket er 56% mer enn til samme tid i fjor. Utenlandske investorer har vist stor interesse for norske aksjer. Av en omsetning på 17,8 milliarder kroner i årets 5 første måneder, ble aksjer for 7,5 milliarder kroner kjøpt av utlendinger. Utlendingers nettokjøp i samme periode beløp seg til 1,7 milliarder kroner. Det er hittil i år emittert aksjer for om lag 1,7 milliarder kroner.

Totalindeksen på Oslo Børs steg med 47% fra årsskiftet til midten av september. Kursoppgangen har vært særlig sterk for aksjer i industri- og oljeselskaper. Bakgrunnen for den sterke børsutviklingen er først og fremst prisoppgangen på råolje og økt generell tillit til norsk økonomi.



Tabell 4.1. Endringer i bankers internasjonale fordringer<sup>1)</sup>. Milliarder USD

	1984	1985	1986	1986				1987	Ute- stående mars 1987
				1.kv.	2.kv.	3.kv.	4.kv.	1.kv.	
Totalt	124	233	512	35	82	178	217	65	3419
- Herav vis-a-vis: Ikke-banker	26	31	34	9	10	7	8	15	830
Banker	98	202	478	26	71	171	209	50	2589

<sup>1)</sup> Med internasjonale fordringer (external positions) menes

1) lån over landegrensene i enhver valuta

2) lån til innlendinger i fremmed valuta

3) tilsvarende fordringer utenom utlån

Kilde: BIS

Tabell 4.2. Bankers internasjonale fordringer, valutafordelt. I prosent av samlede internasjonale fordringer

	1984	1985	1986	1987 1.kv.
Amerikanske dollar	54,7	48,7	45,8	43,2
Tyske mark	5,4	6,4	6,5	7,0
Sveitsiske franc	2,4	3,2	3,4	3,7
Japanske yen	1,0	2,0	2,6	3,0
Britiske pund	0,7	0,9	1,0	1,1
ECU	0,8	1,5	1,7	1,9
Ufordelt <sup>1)</sup>	35,0	37,3	39,0	40,2
Totalt i milliarder dollar	2 155	2 532	3 265	3 419

<sup>1)</sup> Inkluderer amerikanske bankers valutafordringer, fordringer på utlandet i nasjonal valuta utenom USD, samt fordringer i annen valuta enn den som er spesifisert.

Kilde: BIS

Tabell 4.3. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrumenter. Milliarder USD

	1984	1985	1986	1987	
				1.kv.	2.kv.
Obligasjons- utstedelser	112	168	226	58	43
- Herav med flytende rente	(38)	(58)	(51)	(3)	(2)
Bankutlån	62	60	58	14	22
Andre internasjonale fasiliteter	55	57	33	6	5
Samlet opplåning	229	285	318	78	70

Kilde: OECD

Tabell 4.4. Nye internasjonale lån. Fordeling etter låntakerland. Prosent av samlet opplåning

	1984	1985	1986	1. kv 1987	2. kv 1987
OECD	79,1	82,3	89,0	89,8	79,9
Oljeeksporterende utviklingsland	1,8	1,6	1,5	0,5	0,8
Andre utviklingsland	12,5	8,8	4,8	4,0	15,0
Øst-Europa	1,5	1,8	1,3	1,5	0,9
Internasjonale institusjoner og andre	5,1	5,5	3,4	4,3	3,5

Kilde: OECD

Tabell 4.5. Valutakurser overfor amerikanske dollar<sup>1)</sup>

	1985	1986	1987	Prosentvis endring <sup>2)</sup>
	31. des	31. des.	31. aug.	31.12.86-31.8.87
Tyske mark (DEM)	2,4595	1,940	1,8143	-6,5
Pund sterling (GBP)	0,6930	0,6775	0,6132	-9,5
Japanske yen (JPY)	200,60	159,90	142,23	-11,0
Sveitsiske franc (CHF)	2,0725	1,622	1,4950	-7,2
Franske franc (FRF)	7,5510	6,423	6,0602	-5,4

<sup>1)</sup> Valutaenhet pr. dollar.

<sup>2)</sup> Negative tall angir svakere dollar.

Kilde: Norges Bank

Tabell 4.6. Endringer i publikums likviditet etter kilde. Prosent av samlet likviditetsmasse ved inngangen til perioden.

Tilførsel fra:	1986		1987		Rev.nasj. budsjett
	Året Jan-juli	Jan-juli	Jan-juli	1987	
A. Sentralmyndighetene	3,2				-0,8
Ved inntektsunderskudd <sup>1)</sup>	1,1				-3,2
Ved lånetransaksjoner	2,1				2,4
B. Private banker <sup>2)</sup>	17,3				7,6
C. Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	0,2				-
Innenlandsk likviditets-tilførsel (A + B + C)	20,7	7,2	15,5		6,8
D. Publikums netto valutasalg til private banker	-16,1	-8,1	-10,6		0,7
Tilvekst i publikums likviditet (A + B + C + D)	4,6	-0,9	4,9		7,5

<sup>1)</sup> Ekskl. oljeskatter

<sup>2)</sup> Ekskl. valutalån med lisens og bankenes kronelån til oljevirkosomhet

Tabell 4.7. Innenlandsk kredittilførsel til private og kommuner. Mill. kroner

	1985	1986	1.-2.kv. 1986	1.-2.kv. 1987 <sup>2)</sup>	Anslag Rev.nasj.budsj. 1987
					1987
Forretnings- og sparebanker	52 389	50 964	15 924	26 504	19 000
Herav spesialkvote	(891)	(692)	(351)	(112)	..
Statsbanker <sup>1)</sup>	5 503	6 778	4 472	4 170	8 100
Private finansieringsselskaper	2 476	3 057	2 095	260	} 11 800
Skadeforsikringsselskaper	809	377	135	373	
Livsforsikring, pensjonskasser	7 080	10 030	5 041	6 700	
Kredittforetak, obligasjonsmarkedet	9 135	16 621	4 362	18 900	10 000
Aksjemarkedet	6 032	4 000	3 310	..	} 4 500
Annen kreditt	-14	548	36	31	
Innenlandsk kredittilførsel i alt	83 410	92 375	35 375	..	53 400

<sup>1)</sup> Inkl. Postsparebanken

<sup>2)</sup> Delvis foreløpige tall, delvis anslag

Tabell 4.8a. Månedlige konjunkturtall, sesongjustert

	1986	1986 4.kv.	1987 1.kv.	1987 2.kv.	Mai	Juni	Juli	Aug.	Prosentvis endring			
									Fra samme måned året før	Siste 3 mndr mot foregående 3 mndr	Hittil i år mot samme periode året før	Årsanslag med nivå siste 3 mndr ut resten av året <sup>1)</sup>
Antall arbeidsledige	36 188	36 037	32 573	33 280	33 985	34 684	31 408	27 809	-17,5	-5,2	-10,8	-12,1
Industriproduksjon	108,1	109,2	110,0	109,6	113,4	105,5	110,6	...	1,5	-0,6	2,3	1,6
Prod. av olje og gass	147,9	170,3	173,8	161,6	167,0	145,3	159,1	...	4,9	-7,6	20,0	9,9
Bygg igangsatt totalt	9 323	2 411	2 515	2 136	668	703	666	...	-4,2	-18,6	-2,5	-8,5
Konsumprisindeksen	183,07	189,67	194,57	197,49	197,57	198,22	198,82	200,40	7,8	1,2	9,4	7,9
Privat varekonsum	103,4	100,8	97,8	97,5	96,1	96,3	100,8	...	-0,3	0,5	-6,9	-5,3
Eksport trad. varer	69 371	17 739	18 980	19 326	6 810	6 457	6 344	7 028	19,7	4,2	12,3	12,5
Import trad. varer	146 014	36 436	35 692	37 201	12 053	12 176	11 553	12 818	6,6	-1,0	-0,5	-0,1
Eksport olje og gass	53 074	14 064	14 210	13 986	5 020	4 050	4 862	2 967	-21,8	-17,9	2,1	-2,3
Ledende indikator	102,6	102,1	102,0	101,5	101,3	101,4	99,9	...	-2,3			
Sammenfallende indikator	105,2	105,0	105,3	105,9	105,8	105,7	105,6	...	0,1			
Korte renter NOK	14,39	15,50	15,37	14,57	14,60	14,51	14,20	14,20	-0,3			
Lange renter NOK	13,49	13,54	13,60	13,77	13,82	13,67	13,91	...	0,4			
M2, milliarder kr.	324	324	337	335	345	335	350	...	10,9	0,8	8,8	7,7

<sup>1)</sup> Når desember tall foreligger, gjelder anslaget neste år

Tabell 4.8b. Kvartalsvise konjunkturtall, sesongjustert

	1985	1986	1986 3.kv.	1986 4.kv.	1987 1.kv.	1987 2.kv.	Fra samme kv. året før	Siste to kv. mot foregående to	Prosentvis endring		
									Hittil i år mot samme periode året før	Med nivå siste kv. ut resten av året <sup>1)</sup>	Med nivå siste to kv. ut resten av året <sup>1)</sup>
Sysselsatte personer	2014	2086	2093	2102	2111	2125	2,0	1,0	2,1	1,7	1,5
Eksportpriser trad. varer	133,1	127,0	128,6	130,9	129,9	131,5	7,6	0,8	5,3	3,3	3,0
Eksportvolum trad. varer	119,7	117,6	117,4	115,9	126,3	125,7	1,7	8,0	5,7	7,0	7,1
Importpriser trad. varer	127,4	126,8	128,8	128,4	132,7	136,0	8,6	4,5	7,4	6,6	5,9
Importvolum trad. varer	122,3	140,1	143,2	136,8	132,1	130,9	-12,7	-6,1	-6,8	-6,4	-6,2
Industriinvesteringer	173,8	245,5	265,5	244,4	281,1	258,8	5,6	5,9	14,4	7,7	10,0
Eksportordrettilgang industri <sup>2)</sup>	240,4	226,2	222,8	229,3	237,8	266,8	10,0	11,6	11,0	14,8	11,6
Innenlandsk ordrettilgang industri <sup>2)</sup>	187,8	194,5	187,8	205,2	186,6	205,4	10,2	-0,3	2,4	3,2	0,8
Ordrettilgang bygg og anlegg	106,3	141,5	150,3	145,0	153,3	130,1	-5,4	-4,0	3,9	-3,9	0,2
Lagerhold i alt	86,0	86,0	86,3	87,4	85,4	...	...	1,1	0,0	-0,6	0,2
Timelønn industriarbeidere <sup>3)</sup>	61,2	67,4	69,1	70,7	75,5	77,5	17,4	9,5	17,8	14,2	13,5
Bankrenter utlån <sup>3)</sup>	13,29	14,97	15,07	15,97	16,08	16,27					
Bankrenter innlån <sup>3)</sup>	9,02	9,51	9,52	10,14	10,90	10,79					

<sup>1)</sup> Når tall for 4. kvartal foreligger, gjelder anslaget neste år

<sup>2)</sup> For metaller og verkstedprodukter ekskl. transportmidler og bore-rigger



# Det norske pengemarkedet

*Audun Gleinsvik, konsulent i Økonomisk avdeling i Norges Bank*

*Pengemarkedet har fått økt betydning for norske finansinstitusjoner de siste årene. Dette har blant annet sammenheng med overgangen til et mindre regulert kredittmarked. Myndighetene har aktivt arbeidet for å utvikle pengemarkedet, fordi det er antatt at dette vil fremme effektiviteten i kredittformidlingen. Artikkelen gir en beskrivelse av det norske pengemarkedet, og markedets effektivitet drøftes. Videre gir artikkelen en framstilling av pengemarkedets betydning for ulike finansinstitusjoner og for Norges Banks styring av rente og valutakurs. Til avslutning begrunnes to nye tiltak som myndighetene har gjennomført med sikte på å effektivisere den kredittpolitiske styring, men som også vil ha betydning for pengemarkedet.*

## *Avgrensning av pengemarkedet*

Pengemarkedet er et marked for kortsiktige fordringer på store beløp i innenlandsk valuta. Bare fordringer med løpetid på inntil ett år regnes med til pengemarkedet. De mest aktive markedsdeltakerne er de private bankene, finansieringsselskapene, pengemeglere og enkelte store foretak. Videre deltar andre finansinstitusjoner, fond, andre i privat sektor, kommuner og sentralmyndighetene i større eller mindre grad. Husholdningene opptar en del lån formidlet gjennom meglere, men er ellers ikke særlig aktive i pengemarkedet.

Produktene i pengemarkedet kan deles inn i følgende hovedgrupper:

*Særinnskudd i banker og innlån til finansieringsselskap.* Disse to typer fordringer er svært nære substitutter fordi betingelsene knyttet til dem stort sett er like. Fordringene er bundet, med løpetid fra syv dager opp til ett år. Vanligvis vil kreditoren ha mulighet for å si opp innskuddet, eventuelt mot å betale en dekortrente.

Alle private banker tar imot særinnskudd, men det er de store bankene som er mest aktive i dette markedet. En del finansieringsselskaper offentliggjør rentetilbud for innlån over skjermbaserte informasjonssystemer.

Enkelte kunder vil kunne oppnå bedre betingelser enn de som offentliggjøres ved at de forhandler med finansinstitusjonen.

Bankene gir ikke selv tilbud på særinnskudd på de samme informasjonssystemene, men meglere offentliggjør tilbud på innskudd som formidles til bankene.

*Sertifikater.* Fra begynnelsen av 1985 ble det tillatt for banker, finansieringsselskaper og private foretak å utstede sertifikater. Senere fikk også kommuner og kommunale foretak adgang til å oppta sertifikatlån. I tillegg begynte staten å emittere statssertifikater.

Maksimal løpetid for sertifikater er 12 måneder, og minstebeløp er 1 mill. kroner. Sertifikatene er ihendehaverpapirer som er fritt omsettelige innenlands.

I 1985 hadde statssertifikatene størst markedsandel blant sertifikatene, både regnet ved utestående beløp og annenhåndsomsetning. I 1986 og 1987 har markedet for statssertifikater vært mindre, mens alle de tre andre typene sertifikater har vist en betydelig vekst. Utestående beløp er for tiden størst for lånesertifikater.

*Gjeldsbrev.* Kortsiktige gjeldsbrev kjøpes av alle grupper i privat sektor. Disse gjeldsbrevene danner det såkalte «gråmarkedet», eller markedet for formidlingslån. Formidlin-

gen skjer via pengemeglere eller formidlingsavdelingene i finansinstitusjonene.

Når en finansinstitusjon sto som kreditor, var det tidligere vanlig at gjeldsbrevet ble holdt til forfall. Men de kredittpolitiske reguleringsene som finansinstitusjonene har vært pålagt siden januar 1986, har etter hvert ført til en betydelig økning i annenhåndsmarkedet, ved at gjeldsbrevene blir solgt for å redusere belastningen av reservekravene.

Ikke-finansiell sektor kjøper sjelden gjeldsbrev som ikke er garantert av en finansinstitusjon eller sikret med pant. Reguleringen av finansinstitusjonenes garantigivning gjorde at markedet for gjeldsbrev uten formell garanti økte betydelig i 1986 og første halvdel av 1987. De som kjøper gjeldsbrev uten garanti i formidlingsavdelingen i en finansinstitusjon, vil sjelden lide tap, selv om skyldneren ikke innfrir gjelden. Finansinstitusjonen vil vanligvis selv ta tapet for å unngå at tilliten til institusjonen blir svekket. I en del tilfeller har finansinstitusjoner solgt gjeldsbrev til private mot gjenkjøpsplikt. Dette er nå blitt mindre attraktivt, fordi Kredittilsynet har utformet nye regler, som gjør at slike forretninger fra og med annet halvår 1987 skal regnes med i finansinstitusjonenes utstående garantier.

*Interbankinnskudd og valutaswapper.* Mange unnlater å regne fordringer mellom banker som en del av pengemarkedet. Siden disse er så nære substitutter til innlån i form av sårinnnskudd og innlån til finansieringsselskap, velger vi å ta dem med her.

En swap er et midlertidig bytte av en finansiell posisjon, ved at kroner byttes mot en annen valuta for en gitt periode og med avtalt pris ved tilbakekjøp. I det norske interbankmarkedet brukes swapper mellom kroneinnskudd og innskudd i amerikanske dollar når de store bankene skal låne hverandre penger.

Både interbankinnskudd og valutaswapper kan ha løpetider fra en dag til ett år, men de korteste løpetidene dominerer markedet. Valutaswapper kan kun brukes av valuta-banker. Markedet er sterkt dominert av noen

få store banker, mens de mindre bankene i større grad bruker interbankinnskudd.

### *Kort om pengemarkedets effektivitet*

Et effektivt marked er betegnet ved at alle betaler samme pris for samme produkt. Både effektiviteten i kredittformidlingen generelt og effekten av Norges Banks styring i pengemarkedet er avhengig av at pengemarkedet fungerer som et effektivt frikonkurransemarked.

Et av vilkårene som må oppfylles for at et marked skal være effektivt, er at produktet er homogent. Det norske pengemarkedet oppfyller bare delvis dette kravet. Markedet kan blant annet deles inn i segmenter som hver kjennetegnes ved at låntakerne har noe ulik kredittverdighet. Særlig for gjeldsbrev og lånesertifikater varierer låntakers kredittverdighet betydelig. Likviditetsgraden er også forskjellig for de ulike produktene. Valutaswapper er uoppsigelige. Sårinnnskudd og innlån til finansieringsselskaper er ikke automatisk oppsigelige, og sjelden oppsigelige med mindre enn en ukes varsel. Sertifikater kan derimot selges når som helst. For at likviditetsgraden skal regnes som god, må det også være mulig å låne eller plassere store beløp uten at prisen endrer seg i markedet. Markedet for private sertifikater er tynt, slik at likviditetsgraden målt på denne måten er lav. Markedet for swapper, sårinnnskudd og innlån til finansieringsselskaper er betydelig større enn sertifikatmarkedene, og bare de største bankene er store nok som aktører til alene å kunne påvirke prisen vesentlig.

Det er også store forskjeller i graden av standardisering av kontraktene innenfor hver av produktene. Gjeldsbrev er lite standardiserte. Det samme gjelder til en viss grad sårinnnskudd og innlån. Investorene forhandler ofte med banken eller finansieringsselskapet for å få betingelser som er skreddersydd for vedkommendes behov. For valutaswapper, interbankinnskudd og sertifikater er

det derimot helt faste regler, og ofte er også beløpene standardiserte.

På tross av forskjellene er det klare felles-trekk ved produktene i pengemarkedet. Løpe-tiden er kort, beløpene er store og transak-sjonskostnadene er lave. Det virker allikevel ikke rimelig å si at pengemarkedet er ett marked med ett produkt.

Et annet krav til et effektivt marked er at det skal være atomistisk, dvs. at det er mange tilbydere og etterspørre, og at ingen av dem er i stand til å påvirke markedsprisen. Hvis man betrakter pengemarkedet som ett mar-ked, kan man vel påstå at det er tilstrekkelig mange på begge sider til at markedet kan kalles atomistisk. Ser man på de enkelte seg-mentene, er dette ikke en rimelig karakteri-stikk. For eksempel er markedet for valuta-swapper sterkt dominert av noen få store banker.

Norges Bank er en så stor aktør i penge-markedet at banken kan styre rentene. Dette er et brudd på kravet til et atomistisk marked, men det svekker ikke pengemarkedets rolle i kredittformidlingen, og er selvfølgelig en forutsetning for at myndighetene skal kunne bruke pengemarkedet for å styre rentenivået.

Full informasjon for alle markedsdel-takerne er en forutsetning for et markeds effektivitet. Deltakerne i pengemarkedet er stort sett meget godt orientert, særlig ved hjelp av skjermbaserte informasjonssystemer, som gir et helt oppdatert bilde av hva som skjer i markedet. Siden en del av produktene ikke er standardiserte, er det vanskelig å gi pre-sis informasjon ved hjelp av noen få opplys-ninger. For de mest standardiserte produk-tenes kredittverdighet, oppgjørsregler og beløp standardiserte. Det er derfor tilstrekke-lig med data for løpetid og rente for å gi inve-stor alle relevante opplysninger som skal til for å vurdere hvor godt et tilbud er. For disse produktene kan man si at kravet om full informasjon er oppfylt.

For at et marked skal kunne kalles fritt, skal det være fri adgang for nye markedsdeltakere. Utlendinger er utestengt fra store deler av det norske pengemarkedet, men ellers er det gode

muligheter for de som ønsker det, til å komme inn på markedet. Det kreves imidlertid ofte at man har 1 mill. kroner i likvide midler, eller kredittverdighet som er tilstrekkelig for å låne et slikt beløp, før man kan begynne å hen-vende seg til pengemarkedet. Unntaket er markedet for gjeldsbrev, hvor beløpene ofte er langt mindre. Markedet for valutaswapper er i praksis vanskelig å trenge inn på, delvis fordi man må være valutabank, delvis fordi man må ha adgang til billige innlån i uten-landsk valuta for å kunne konkurrere med de store bankene.

Tabell 1 gir en oversikt over viktige egen-skaper ved segmentene i pengemarkedet. Tabellen indikerer at ingen av markedsseg-mentene alene kan sies å oppfylle kravene til et effektivt frikonkurransemarked. Sertifika-tenes har alle samme regler for beløp, oppsigelighet osv. Disse kan derfor betraktes som ett marked, bortsett fra at kjøp av lånesertifikater kan innebære en betydelig kredittrisiko. Serti-fikatmarkedet samlet kan sies å være atomis-tisk og med rimelig god likviditet. Standardi-seringen gjør at investorenes informasjons-behov er godt dekket. Til sammen gjør dette at myndighetene har valgt å satse på utvikling av sertifikatmarkedene. Et stort sertifikat-marked vil være ideelt både for effektiviteten i kredittformidlingen, og fordi markedsopera-sjoner i sertifikater er et velegnet virkemiddel for styring av pengemarkedets likviditet og/eller rentenivået.

Publikum har ikke adgang til valutaswap-per og interbankinnskudd, og dessuten er sær-lig swapmarkedet dominert av enkelte få store banker. Disse produktene har ikke potensiale til å kunne utvikle seg til et perfekt penge-marked.

Manglende standardisering gjør at marke-det for særinnskudd og innlån til finansie-ringsselskap ikke kan oppfylle kravene til effektive markeder. Myndighetene har derfor ønsket at sertifikatmarkedene for en stor del skal erstatte innskuddsmarkedet.

Dagens reguleringsregime, med tilleggs-reservekrav og direkte regulering av finansie-ringsselskapenes utlån, gjør at deler av penge-



Tabell 1. Viktige egenskaper ved segmentene i pengemarkedet

	Standardisering	Oppsigelighet	Likvid marked	Konkurransesituasjon
Stats-sertifikater	ja	ja, for kreditor	ja	en debitor, mange kreditorer
Bank-sertifikater	ja	ja, for kreditor	blandet	atomistisk
Finans-sertifikater	ja	ja, for kreditor	blandet	få debitorer, mange kreditorer
Låne-sertifikater	ja	ja, for kreditor	blandet	atomistisk
Valuta-swapper	ja	nei	ja	oligopolistisk konkurranse
Interbankinnskudd	ja	nei	periodevis	atomistisk
Særinnskudd	blandet/ nei	delvis	ja	atomistisk
Innlån i finansieringsselskap	blandet/ nei	delvis	ja	oligopolistisk konkurranse
Gjeldsbrev	nei	delvis	blandet	atomistisk

markedet fungerer mindre effektivt. Banker og finansieringsselskaper er ikke villige til å betale samme pris for fordringer på publikum som de ellers ville vært. Markedet for lånesertifikater har trolig lidd under dette, fordi de etablerte finansinstitusjonene ikke har vært aktive i handelen. Dette har svekket papirenes likviditetsgrad. Dette har i sin tur ført til at rentene på disse papirene har vært satt høyt for å tiltrekke investorer, noe som igjen delvis har utkonkurrert andre sertifikater og hemmet veksten i markedene for bank- og finanssertifikater.

#### *Tilbud og etterspørsel i pengemarkedet*

Rentenivået bestemmes av knapphet på primærlikvider og den pris myndighetene setter på tilbudet av ekstra likviditet. Disse sammenhengene er behandlet i artikkelen «Likviditetstabeller og prognoser – hjelpemidler i likviditetsstyringen» av Anders Svor, i *Penger og Kreditt* 1987/1. Tilbud og etterspørsel rettet mot pengemarkedet spesielt kan ikke avledes av tilbud og etterspørsel etter primærlikvider.

Primært er pengemarkedet en kilde til å skaffe seg, eller plassere, likvide midler. Avvik mellom tidspunktene for inn- og utbetalinger skaper et behov for å ha likvide midler. Usikkerhet om tidspunktene øker behovet. Forsøk på å tjene penger på ren arbitrasjevirkosomhet er trolig også en drivkraft bak veksten i pengemarkedet.

Tabell 2 viser ulike sektors gjelds- og fordringsposisjon i pengemarkedet ved utgangen av 1986. Særlig tallene for finansieringsselskapene er usikre. Dette skyldes at siste komplette rapportering fra disse selskapene dekker posisjonene ved utgangen av juni 1986. Tallene i parentes er anslag som er brukt for å avstemme tallene. Sektoren «andre» inneholder kommuner, foretak, og andre private, mens «staten» inkluderer statsforvaltningen, Folketrygdfondet og statsbankene.

Tabell 3 viser netto fordringsposisjon i pengemarkedet. Terminposisjoner mellom norske kroner og utenlandsk valuta og Norges Banks lån til bankene i form av dagslån og gjenkjøpsavtaler i stats- og statsbankobligasjoner er inkludert i tabellen. Disse fordringene regnes vanligvis ikke med til pengemar-

Tabell 2. Ulike sektors fordringer og gjeld i pengemarkedet fordelt på finansobjekt ved utgangen av 1986. Alle tall i milliarder kroner <sup>1)</sup>.

	Produkt							
	Sær-innskudd	Interbank-innskudd	Bank-sertifikater	Innlån	Finans-sertifikater	Stats-sertifikater	Låne-sertifikater	Gjeldsbrev
Kreditorer:								
Banker	.	7,3	0,2	18,4	2,3	0,3	1,4	.
Finansieringsselskap	1,8	.	0,0	11,1	(0,0)	(0,0)	(0,0)	.
Kredittforetak	2,3	.	0,0	0,3	0,0	0,0	0,5	.
Forsikringsselskap	5,6	.	0,0	1,5	0,2	0,1	0,2	.
Utlandet	4,5	.	.	.	.	.	.	.
Norges Bank	.	.	0,5	.	.	3,8	.	.
Staten	.	.	.	.	.	3,9	.	.
Andre	60,3	.	1,1	7,0	(0,0)	(0,4)	(3,1)	32,7
Sum	74,5	7,3	1,8	38,3	(2,5)	8,5	5,2	32,7

<sup>1)</sup> (-) betyr at fordringsforholdet ikke skal kunne forekomme. Det er gjort antagelser om enkelte tall hvor det ikke foreligger oppdatert statistikk. Disse tallene er merket med parenteser.

Tabell 3. Ulike sektors netto fordringer til pengemarkedsrente ved utgangen av 1986. Milliarder kroner

	Fordringer	Gjeld	Netto	A-lån og gjenkjøpsavtale	Termin (netto)	Netto
Banker	29,9	83,8	-53,7	-72,3	-10,2	-136,2
Finansieringsselskap	(12,9)	(40,8)	(-27,9)	.	0,1	(-27,8)
Kredittforetak	3,1	0,0	3,1	.	0,0	3,1
Forsikringsselskap	7,6	0,0	7,6	.	0,0	7,6
Utlandet	4,5	0,0	4,5	.	1,4	5,9
Sentralmyndighetene	3,9	8,5	3,9	.	3,0	-1,6
Norges Bank	4,3	0,0	4,3	72,3	3,0	79,6
Andre	(104,6)	(37,9)	(66,7)	.	2,7	(69,4)
Sum	170,8	170,8	0,0	0,0	0,0	0,0

kedet, men rentene på disse virkemidlene bestemmer vanligvis nivået på pengemarkedsrentene.

«Andre» (hovedsakelig kommuner og foretak) og Norges Bank har store netto fordringer til pengemarkedsrente. Kredittforetak og forsikringsselskap har ikke gjeld til pengemarkedsrente, men plasserer deler av premiereservene i pengemarkedet.

Motverdien til disse netto fordringsposisjonene finner man hovedsakelig igjen i banker og finansieringsselskaper. Finansieringsselskapene har alle sine innlån til pengemarkedsrente, mens store deler av fordringene er langsiktige. Bankene har store innlån fra Nor-

ges Bank og i form av særinnskudd og netto gjeld i kroner på termin som de betaler pengemarkedsrente for. De mest likvide bankinnskuddene er i mindre grad knyttet til pengemarkedsrentene. Samtidig er store deler av utlånene langsiktige.

De siste årene har det vært sterk vekst i det norske pengemarkedet. Bortsett fra at dette er en naturlig konsekvens av veksten i kredittformidling generelt, er det også en del særskilte årsaker til at pengemarkedet har vokst så raskt i Norge:

— Tidligere var kreditt et rasjonert gode i Norge. Bankene brukte «spareansiennitet» som rasjoneringskriterium. Dette gjorde at

publikums midler for en stor del ble plassert som ordinære bankinnskudd. Nå som rasjoneringen er avskaffet, kan publikum legge mer vekt på avkastning på plasseringene.

- Den teknologiske utviklingen innenfor betalings- og informasjonssystemer har gjort pengemarkedet mer likvid. Differansen mellom giver- og tagerrenter er blitt mindre. Dette har også gjort det billigere å låne for å plassere i rentebærende fordringer.
- Rentenivået i Norge viste i mange år stor grad av stabilitet. Det var liten risiko for tap ved å låne eller plassere langsiktig til fast rente. I 1980-årene har det derimot hersket stor usikkerhet om framtidig renteutvikling. Dette har ført til at de fleste aktørene foretrekker å ta kortsiktige posisjoner, eventuelt langsiktige posisjoner med flytende rente.
- Siden høsten 1985 har behovet for likviditetstilførsel fra Norges Bank økt sterkt. Tilførselen har hovedsakelig skjedd i form av kortsiktige lån til bankene, noe som har økt bankenes avhengighet av pengemarkedsrentene.
- De siste årene har bankenes valutahandel økt betydelig. De sterke svingningene mellom kursene på hovedvalutaene har vært en viktig drivkraft bak dette. Samtidig har næringslivet fått et økende behov for sikring av sine utgifter og inntekter i utenlandsk valuta. Kurssikringen har stort sett skjedd i form av terminkontrakter. Prisen på disse er knyttet til pengemarkedsrentene.
- De kredittpolitiske reguleringene som ble innført i januar 1986, har gjort at kredittformidling utenfor de etablerte finansinstitusjonene har fått et konkurransefortrinn. Dette har gitt en kraftig vekst i markedene for formidlingslån og lånesertifikater. Veksten i disse produktene har delvis skjedd på bekostning av særinnskudd og innlån til finansieringsselskaper, men trolig har nettoeffekten vært en økning i kredittformidling til pengemarkedsrente.

### *Pengemarkedet og Norges Banks likviditetsstyring*

Målsettingen med norsk pengepolitikk er å bidra til å holde kursindeksen for norske kroner innenfor svingningsmarginene og å bidra til styringen av innenlandsk aktivitetsnivå. Rentenivået er et viktig virkemiddel for å oppnå begge disse målsettingene. Norges Bank styrer derfor likviditetstilførselen til bankene og andre deltakere i pengemarkedet ved å tilby bankene lån og ved markedsoperasjoner direkte i penge- og kapitalmarkedet. Rentene på Norges Banks virkemidler er i hovedsak bestemmende for Rentenivået i pengemarkedet.

Mesteparten av likviditetstilførselen fra Norges Bank skjer gjennom bankenes automatiske dagslåneadgang i Norges Bank. Lånene har løpetid på en dag. Hver bank har en ramme for summen av dagslån gjennom en måned. Renten på låneadgangen kan i prinsippet endres hver dag. Norges Bank tilførte tidligere også likviditet ved gjenkjøpsavtaler i stats- og statsbankobligasjoner. Avtalene hadde vanligvis løpetid på en måned. I de første månedene av 1987 omfattet alle avtalene obligasjoner for ca. 14 milliarder kroner. F-lån («fastrentelån») ble introdusert i juni i år, samtidig med at den siste gjenkjøpsavtalen utløp. Mot slutten av denne artikkelen er det gitt en begrunnelse for denne endringen i virkemiddelbruken.

Når bankenes likviditetssituasjon utvikler seg forskjellig fra det vi forventer, tilbyr Norges Bank ofte ytterligere likviditet ved valutaswapper. Det er store variasjoner i avtalenes løpetid og i utestående beløp under slike avtaler. Bankene kan også tilføres likviditet ved at Norges Bank kjøper banksertifikater. Foreløpig har Norges Banks handel med sertifikater vært liten, blant annet fordi markedet for banksertifikater har vært lite.

Norges Bank handler også med statssertifikater. Dette instrumentet var tiltenkt en meget viktig rolle i likviditetsstyringen da sertifikatene ble introdusert i januar 1985. Siden da har utviklingen i valutamarkedet, statens budsjettbalanse, samt salg av statsobligasjo-



ner, ført til at Norges Bank kontinuerlig må tilføre likviditet til banksystemet. Det har derfor vært vanskelig å utvikle markedet for statssertifikater, ettersom privat sektors kjøp av statssertifikater inndrar likviditet. Når det i framtiden blir behov for å inndra likviditet, vil statssertifikater igjen få en meget sentral plass i likviditetsstyringen. Trolig vil det ta flere år før det blir behov for likviditetsinndragning. Sammenhengen mellom statens budsjettbalanse, valutamarkedet og behovet for likviditetstilførsel/-inndragning er beskrevet i den tidligere omtalte artikkel fra Penger og Kreditt nr. 1/1987.

Effekten av Norges Banks virkemiddelbruk er avhengig av et godt funksjonerende pengemarked. Det er viktig å merke seg at det ikke er bankene som er målet for virkemiddelbruken. Målet er å påvirke ikke-finansiell sektors disposisjoner, fordi det er disse som står for den vesentlige delen av produksjonen, investeringene, forbruket, sparingen etc. Sagt på en annen måte: finansiell sektor utgjør en svært liten del av realøkonomien. Myndighetenes rentesignaler får liten effekt hvis de ikke når fram til ikke-finansiell sektor. Norges Bank foretrekker derfor virkemidler som direkte påvirker rentene på fordringer som ikke-finansiell sektor handler med.

Valutamarkedet er nært knyttet til pengemarkedet. Norges Banks styring av pengemarkedet har derfor stor betydning i perioder med valutauro. I 1986 var det flere perioder med stor uro i det norske valutamarkedet. Det mest framtreddende eksemplet var perioden fram til devalueringen 11. mai. Både da og under valutauroen på forvinteren samme år brukte Norges Bank økning i pengemarkedsrentene som et virkemiddel for å bremse kapitalutgangen. Et godt funksjonerende pengemarked vil gjøre at Norges Banks rentesignaler får fullt gjennomslag i alle kortsiktige renter i markedet, slik at omveksling fra en kronefordring til en fordring i valuta blir mindre gunstig. I mai slo ikke Norges Banks rentesignaler fullt ut i hele pengemarkedet, og økningen i rentene på dagslån slo først og fremst ut i bankenes inntjening. Ved rente-

økningen i desember opplevde man imidlertid en økning også i de langsiktige rentene. En slik overveltning i renter på gamle langsiktige lån er ikke påkrevet når hensikten er å stoppe en kortsiktig kapitalutgang.

Verken i mai eller desember ble rentene publikum sto overfor, påvirket slik Norges Bank ønsket. Dette er en av grunnene til at Norges Bank har foreslått nye tiltak som kan bedre pengemarkedets funksjonsmåte.

Norges Bank har lenge argumentert for at sertifikatmarkedet er det markedet som har best forutsetninger for å bli et effektivt marked, fordi alle typer aktører deltar i dette markedet, og fordi det er en stor grad av standardisering av produktet. Hvis sertifikatmarkedet etter hvert blir stort, vil trolig Norges Banks likviditetsstyring foregå ved sertifikathandel istedenfor gjenkjøpsavtaler, F-lån og valutaswapper. Dagslåneadgangen vil trolig også bli kraftig redusert. Norges Bank har derfor økt sin handel med banksertifikater, men siden markedet er lite, monner ikke dette noe særlig i forhold til annen likviditetstilførsel til banksystemet.

#### *Pengemarkedet og ordinære utlån til publikum*

Med ordinære utlån menes her utlån med løpetid på mer enn ett år. Formidlingslån må vanligvis fornyes hvert år og regnes derfor ikke som ordinære utlån, men som en del av pengemarkedet.

Publikum opptar lån i alle de ulike finansinstitusjoner som er aktører i pengemarkedet. Langsiktige lån i bank, finansieringsselskap eller forsikringsselskap er vanligvis ikke knyttet direkte til pengemarkedsrentene, men siden pengemarkedsfinansiering utgjør en så stor del av bankenes og finansieringsselskapenes samlede innlån, får pengemarkedsrentene også virkning for rentene på langsiktige utlån.

Figur 1 viser bankenes innlån til pengemarkedsrente som andel av totale innlån. Andelen til pengemarkedsrente steg betydelig fra begynnelsen av 1985 til juli 1986. Senere har

nedgang i bankenes netto terminposisjon og særinnskudd gjort at andelen har sunket, men den lå ved siste årsskifte fremdeles betydelig høyere enn to år tidligere.

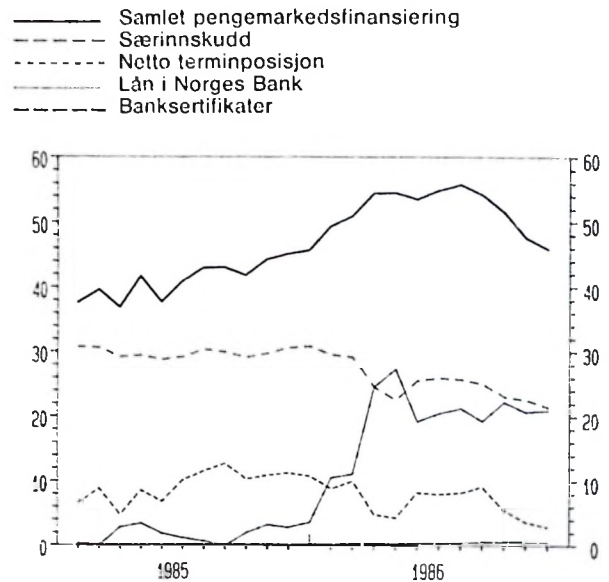
Forsikringselskapene finansierer sine utlån ved å bygge opp premiereserver. Finansieringen er derfor ikke direkte knyttet til pengemarkedsrentene, men ettersom pengemarkedsplasseringer er et alternativ til å tilby langsiktige lån, vil rentene også på forsikringselskapenes utlån være løselig knyttet til pengemarkedsrentene.

Kredittforetak tilbød tidligere stort sett lån med fast nominell rente. Dette kunne selskapene gjøre fordi innlånene hovedsakelig var i form av langsiktige obligasjonslån med fast rente. De siste årene har imidlertid usikkerheten omkring utviklingen i inflasjon og rente gjort at svært få aktører i obligasjonsmarkedet legger ut fastrenteobligasjoner. Kredittforetakene tilbyr nå obligasjoner med renteregulering. Renten reguleres i takt med pengemarkedsrentene på reguleringstidspunktet, vanligvis med fra ett til tre års mellomrom. Tilsvarende yter kredittforetakene lån til publikum med fast renteregulering i forhold til renten på obligasjonene. Denne utviklingen har gjort at også rentene på utlån fra kredittforetakene til en viss grad er blitt knyttet til pengemarkedsrentene.

#### *Politikk for bedring av bankers og finansieringsselskapers innlånsstruktur*

Finansinstitusjonenes sterke avhengighet av finansiering til pengemarkedsrente representerer et problem for Norges Banks bruk av renteøkninger som et middel mot kortsiktig kapitalutgang. Endringer i de korte pengemarkedsrentene vil fortsatt bli brukt for å supplere intervensjoner i valutamarkedet i forbindelse med valutauro. Det er ikke nødvendig med en økning i rentene på ordinære langsiktige utlån i slike situasjoner, men hvis det oppstår et varig press mot kronkursen, bør også de langsiktige rentene økes slik at innenlandsk kredittetterspørsel avtar og en

Figur 1. Bankenes innlån til pengemarkedsrente, regnet som prosent av samlede innlån



større del av kredittetterspørselen retter seg mot lån i utenlandsk valuta.

For å unngå at banker og finansieringsselskaper øker de langsiktige rentene i forbindelse med at Norges Bank øker renten på den automatiske låneadgangen for en kortere periode, bør disse finansinstitusjonene få større mulighet til å ta opp relativt langsiktige lån med fast rente. Det er nå vedtatt to slike tiltak med virkning fra 1. juni 1987:

*Fastlånsordning.* Bankene blir nå tilbudt mer langsiktige lån i Norges Bank som et supplement til dagslåneordningen. Hovedargumentet for dette er at det reduserer bankenes avhengighet av de aller korteste pengemarkedsrentene, og gjør det lettere for Norges Bank å bruke dagslånsrenten for å motvirke kortsiktige bølger av kapitalbevegelser.

Norges Bank har drøftet en rekke forskjellige utforminger av en ordning med mer langsiktige lån til bankene. Disse ordningene er også sammenlignet med en utvidelse av Norges Banks handel med banksertifikater.

Da de to første F-lånene ble lagt ut, fastsatte Norges Bank både rente, løpetid, maksimalt samlet tegningsbeløp og tidspunkt. De neste

F-lånene vil trolig bli auksjonert ut. Norges Bank vil fremdeles bestemme løpetid, maksimalt tegningsbeløp og tidspunkt, men bankenes bud vil avgjøre renten. Dette vil sikre at bankene ikke får lånene til rente under markedsrente. Ettersom pengemarkedet ikke er helt effektivt, er det faktisk vanskelig å si hva som er gjeldende pengemarkedsrente, fordi rentene varierer alt etter hvilket produkt og hvilken aktør man ser på.

Forskjellen på auksjon av F-lån og kjøp av banksertifikater er primært at alle aktører kan handle direkte på de samme rentene som Norges Bank kjøper sine banksertifikater til. Dessuten kan sertifikatene selges tilbake til pengemarkedet hvis det skjer uforutsette endringer i likviditetssituasjonen. Videre kan Norges Bank ved handel med banksertifikater spre likviditetstilførselen over alle løpetider opp til ett år, mens auksjoner av F-lån trolig vil konsentrere seg om en eller noen få utvalgte løpetider hver gang. F-lån krever et ganske stort administrativt apparat, og det er derfor ikke aktuelt å foreta hyppige auksjoner eller å tilby mange ulike løpetider hver gang.

Norges Banks konklusjon er at økt handel med banksertifikater er det beste alternativet, men at markedet for slike sertifikater foreløpig er for lite til at handelen kan gi vesentlige bidrag til å dekke bankenes likviditetsbehov. F-lånsordningen vil derfor fortsette.

*Bank- og finansobligasjoner.* For å gi banker og finansieringsselskaper ytterligere mulighet til å skjerme renten på langsiktige utlån fra kortsiktige svingninger i pengemarkedsrentene, er det vedtatt at disse institusjonene skal få anledning til å utstede ihendehaverpapirer med løpetid på opp til 2 år.

Det er en internasjonal konvensjon at verdipapirer med løpetid over ett år kalles obliga-

sjoner, mens tilsvarende papirer med opprinnelig løpetid inntil ett år kalles sertifikater. I motsetning til sertifikater må alle obligasjoner registreres i Verdipapirsentralen. Dette vil også gjelde bank- og finansobligasjoner. Mens minstebeløp for sertifikater er en million kroner, er grensen for obligasjonene ett tusen kroner. Dette gjør at disse papirene også kan kjøpes av husholdningene.

Hvis de nye bank- og finanspapirene blir mye brukt som innlånskilde, vil disse institusjonene lettere kunne tilby lån med formaliserte rentereguleringsklausuler etter samme modell som kredittforetakene. For låntakerne har slike betingelser den fordel at utgiftene til å betjene lånet er helt fastlagt inntil neste renteregulering.

### *Oppsummering*

Det norske pengemarkedet har vokst betydelig de siste årene. På tross av dette tyder ikke den tilgjengelige informasjon på at markedet har preg av ett marked med en pris for alle. Utviklingen av sertifikatmarkedene kan bidra til å øke pengemarkedets effektivitet i årene framover. Tilleggsreservekravet og direkte regulering av finansieringsselskapenes utlån har hemmet framveksten av effektive sertifikatmarkeder.

Bankene og finansieringsselskapene er blitt sterkt avhengige av finansiering til pengemarkedsrente. Dette representerer et problem for Norges Banks bruk av renteøkninger som supplement til intervensjoner i valutamarke- det i perioder med kortsiktig kapitalutgang, og myndighetene har derfor truffet beslutninger som reduserer disse finansinstitusjonenes avhengighet av de korteste pengemarkedsrentene.



# Den penge- og valutapolitiske styring<sup>1)</sup>

*Sentralbanksjef Hermod Skånland*

## *Hva styrer vi mot?*

De fleste beslutninger som statens organer treffer, og som gjelder økonomi, sikter mot å få løst oppgaver på bestemte områder, det være seg helsevesen, regionalpolitikk, inntektsutjamning eller andre gode ting. Til sammen danner de viktige elementer i den økonomiske politikk. Gir vi i for stor grad etter for ønskene om å få realisert slike delmål, sprenger vi rammene for våre ressurser. Dette er en situasjon som pr. definisjon ikke lar seg opprettholde over lengre tid. Den derpå følgende, nødvendige gjenoppretting av balansen mellom tilgang og anvendelse av ressurser vil imidlertid kunne medføre at delmålene blir dårligere realisert enn om vi på varig basis hadde holdt en balanse som gjorde sterke tilstramminger unødvendig. Derfor må målsettingen om en varig balanse, som Norges Bank stadig fremholder, innta en overordnet stilling i forhold til andre oppgaver for den økonomiske politikk. Den penge- og valutapolitiske styring er et ledd i arbeidet med å etablere og holde en slik varig balanse.

Utviklingen i norsk økonomi siden 1984 har fjernet oss fra en balansert situasjon, og selv om vi nå ser tegn til en avdemping av veksten i den innenlandske etterspørsel, er våre ressurser stadig under et sterkt press. Hovedoppgaven i stabiliseringspolitikken er nå å bringe disse presstendensene under en slik kontroll at den innenlandske etterspørsel igjen kommer ned på et nivå som er forenlig med varig balanse i utenriksøkonomien. Dette bør samtidig skje på det lavest mulige nivå for ledighet som er forenlig med opprett-

holdelse av balansen. Man bør imidlertid bruke den situasjon vi nå er i, til å skape forståelse for at sysselsettingen i første rekke må være arbeidslivets eget ansvar.

Mangelen på likevekt i norsk økonomi er påpekt mange ganger før. Faren ved vår oljeavhengighet var i prinsippet erkjent også før oljeprisene falt, og i de siste 18 måneder er nødvendigheten av en temmelig radikal omlegging blitt dokumentert gjentatte ganger, ikke minst av regjeringen selv. Noe er også gjort. Finanspolitikken er strammet til, årets inntektsoppgjør blir ikke så galt som en kunne ha fryktet (om enn langt fra slik det burde ha vært), og det er skapt muligheter for større fleksibilitet i rentefastsettingen. Med dette siste tiltaket har vi fått langt bedre muligheter enn før for å føre kredittpolitikk. Det er denne siden av politikken jeg skal konsentrere meg om i dag, og dens sammenheng med valutapolitikken. Men først kan det være grunn til å si noe om det tidsperspektiv vi arbeider under, og om forholdet mellom henholdsvis finans- og kredittpolitikk.

## *Tidsperspektivet*

Det er ikke mulig å si noe eksakt om over hvilket tidsrom en varig balanse skal oppnås eller holdes, men generelt kan en vel si at det ville være svært risikofylt om vi i den periode det er vanlig å trekke opp et økonomisk handlingsprogram for, ikke hadde balanse som siktemål. Det følger av vårt politiske system at langtidsprogrammene trekkes opp for en fireårsperiode. Tidsforløpet mellom tiltak og virkninger av tiltak peker også mot at vi minst må ha et så langt tidsperspektiv for øye. Empiriske studier tyder på at forskyvning-

<sup>1)</sup> Svakt bearbeidet og ajourført foredrag på Sosialøkonomenes Forenings kurs om penge- og kredittpolitikk 21. mai 1987

ger i relativt kostnadsnivå i forhold til utlandet, for eksempel gjennom kursendringer, virker i en periode fra ett til tre-fire år etter at de har funnet sted. Fra planlegging til gjennomføring av større investeringsprosjekter tar det minst like lang tid. Det etterspørselspress vi i dag opplever, har bygget seg opp fra den høykonjunkturpolitikk som startet mot slutten av 1983. Tilsvarende må vi regne med at den tilstramning som har funnet sted i løpet av de siste 12 måneder, og den forverring av relativt kostnadsnivå som skjer i inneværende år, neppe vil gi særlig utslag før til neste år, og vil fortsette å virke inn i 1990-årene.

Mer dyptpløyende endringer som tar sikte på å virke via tilbudssiden i økonomien, som styrking av undervisningssystemet, intensivring av forskning og utvikling, påvirkning av spareadferden og lignende, har nok gjennomgående adskillig lengre virkningstider.

Den politiske beslutningsprosess arbeider for en stor del med vesentlig kortere perioder. Spesielt viktig er det at bindende budsjettvedtak bare gjelder kalenderåret. Man kan nok ha perspektivplaner og langtidsbudsjetter, men disse er bare hjelpemidler i planleggingsprosessen. De kan ikke gjøres til gjenstand for vedtak.

Men selv 12-månedersperioder er lange i forhold til politikernes utålmodighet etter å se resultater av sitt arbeid, og det press de utsettes for fra medias side om å løse problemer umiddelbart, fortrinnsvis under den aktuelle dagsnytt-sending.

#### *Forholdet mellom finanspolitikk og kredittpolitikk*

Finanspolitikk innebærer å trekke inn inntekter eller å skape inntekter. Inndragningen skjer med endelig virkning, og det samme gjelder inntektsskapingen.

Kreditt er en forskyvning i tid mellom inntektsanvendelse og inntekt. Prisen skal forutsetningsvis gi en balanse mellom de som ønsker å foreta forskyvningen i den ene og i den andre retningen.

Det følger av dette at når det er oppstått en varig ubalanse mellom inntekt og inntektsanvendelse, vil det være gjennom finanspolitikken at denne ubalansen må rettes opp. Men av grunner som vi allerede har vært inne på, vil det ta tid før finanspolitiske tiltak får effekt. Kredittpolitiske tiltak virker raskere på en del finansielle størrelser, og antakelig også overfor visse realøkonomiske disposisjoner som lagerendring og former for privat forbruk. Av større betydning er det kanskje at beslutningsprosessen, i alle fall i prinsippet, skulle være enklere.

Det kan være noe uklart hvor grensen mellom finanspolitikk og kredittpolitikk går. Helt siden vi fikk vårt nåværende budsjett- og regnskapssystem, har vi i finanspolitikken operert med «overskudd før lånetransaksjoner» og latt lån til statsbankene være en overskuddsanvendelse. I nasjonalbudsjettene er statsbankene konsekvent blitt behandlet i avsnittet om kredittpolitikken. Pedagogisk har dette vært uheldig og ganske kostbart. Det er heller ikke så systemmessig riktig som det umiddelbart kan synes.

Rett nok er kreditt fra statsbankene også en forskyvning i tid mellom inntektsanvendelse og inntekt. Men lånene har vært gitt på villkår som i høy grad har innebåret en inntektsskaping hos låntakeren. De har dessuten vært gitt med så lang løpetid at inntektsanvendelsen har fått dominere i forhold til det å avgi inntekt for å betjene lånet. Videre har selve beslutningen om å gi lån ligget hos statlige myndigheter, og utmålingen av låneomfang, både totalt og for det enkelte lån, har skjedd gjennom den politiske beslutningsprosess. Lån fra statsbankene, såvel som andre statlige lån, har derfor de viktigste kjennetegn til felles med finanspolitiske beslutninger. Det hadde ut fra dette vært mer hensiktsmessig å saldere budsjettet med «netto låneopptak i markedet», hvor både utlandet og Norges Bank måtte oppfattes som en del av markedet. Lån fra sentralbanken uten at de går gjennom markedet, skal etter lov om Norges Bank vedtas særskilt av Stortinget.

Det må også kunne stilles spørsmålstegn

ved om det har vært formålstjenlig å bruke betegnelsen «bank» på statsbankene. Lovverket om forretnings- og sparebanker gjelder for foretak som tar imot innskudd fra en ubestemt krets av innskyttere. Blant statsbankene er det bare Postsparebanken som arbeider på denne måten. For statsbankene for øvrig ville det vært mer dekkende å bruke betegnelser som lånefond eller lånekasse, slik man har gjort det for Statens lånekasse for utdanning.

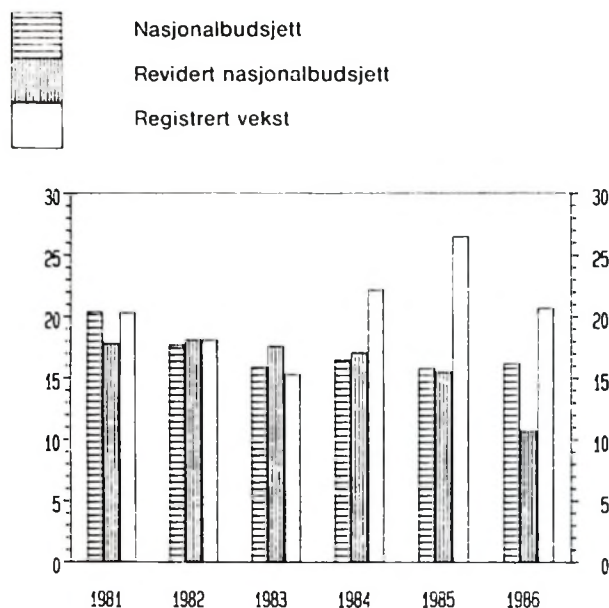
Dette er mer enn semantikk. På det politiske plan ser man stadig at det blir trukket paralleller mellom utlånsrammer for statsbanker på den ene side og for forretnings- og sparebanker og andre private kredittinstitusjoner på den annen. Likheten i den betegnelse man har gitt institusjonene synes å føre til at man glemmer at såvel den real-økonomiske effekt av deres virksomhet som det beslutningssystem som ligger til grunn for virksomheten, er fundamentalt forskjellig.

I tråd med disse resonnementene skal jeg i min behandling av kreditttilgangen foreta en avgrensning til hva jeg vil kalle «markedsmessig innenlandsk kreditttilgang til private og kommuner», som da ikke omfatter lån fra statsbankene eller eventuelle lån direkte fra statskassen. Det må også være denne størrelsen som er mest relevant i forhold til virkemidlene for den kredittpolitiske styring.

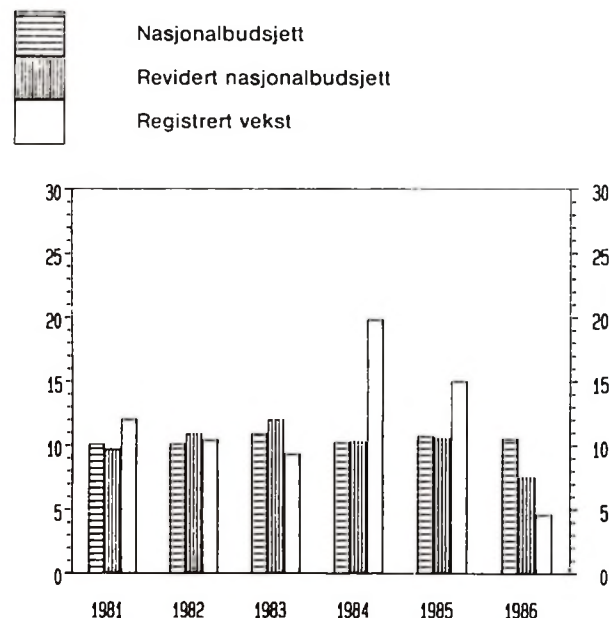
*Hva har vi forsøkt å styre og hva har vi styrt?*

I kredittbudsjettet trekker myndighetene opp retningslinjer for kreditttilgangen som forutsettes å være avstemt mot det finanspolitiske opplegget og forenlig med målsettinger og forutsetninger for den realøkonomiske utvikling. Som langtidsprogrammet 1986–89 uttrykker det: «Det innebærer i praksis at den kredittfinansierte etterspørselen må dempes når etterspørselen via finanspolitikken blir større, og omvendt.» Og videre med kursivert skrift: «Renten er et virkemiddel i kredittpolitikken.»

Figur 1. Innenlandsk likviditetstilførsel 1981–1986. Planer og realiteter. Prosentvis bidrag til vekst i pengemengden



Figur 2. Pengemengden 1981–1986. Planer og realiteter. Prosentvis vekst





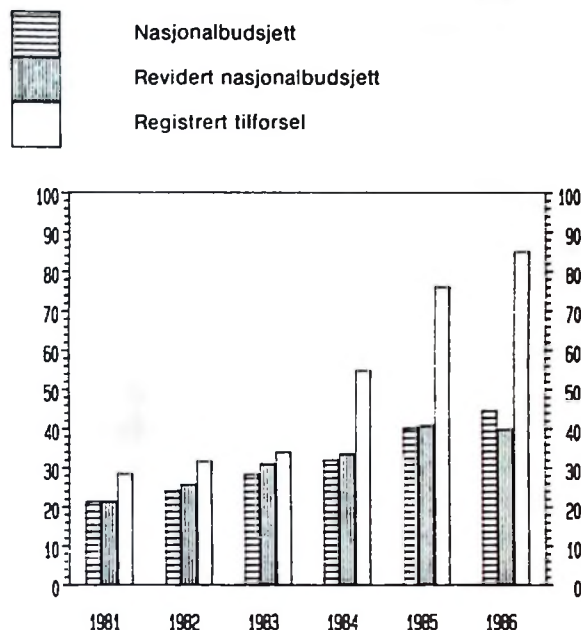
Nasjonalbudsjettet inneholder regelmessig også tall for likviditetstilførselen til publikum og for publikums likviditet. Fra Norges Banks side har vi særlig tidligere fremholdt betydningen av å legge likviditetstilførselen til grunn for den pengepolitiske styringen. Noe fullt gjennomslag har vel ikke dette fått, men det ovennevnte sitat viser at man har hatt betydningen av likviditetstilførselen for øye, og all den stund nasjonalbudsjettene gir prognosetall, må vi kunne gå ut fra at den har vært gitt et visst programinnhold. Uansett har tallene vært tillagt vekt ved de overveielser som i løpet av året finner sted om penge- og kredittpolitikken.

Likviditetstilførselen til publikum gir uttrykk for den samlede likviditetsvirkning av finans- og kredittpolitikken og påvirkes derfor ikke av om vi ønsker å se statsbankene som en del av finanspolitikken eller kredittpolitikken. Som det går fram av figur 1, var det rimelig bra samsvar mellom planer og realiteter i årene 1981–83, mens realitetene ikke synes å være særlig påvirket av planene i senere år. Om vi bruker tall fra nasjonalbudsjett eller revidert nasjonalbudsjett som uttrykk for planene, har liten betydning unnatt i fjor, da tallene ble justert ned i revidert budsjett uten at der var tilstrekkelig grunnlag for det i de tiltak som var truffet.

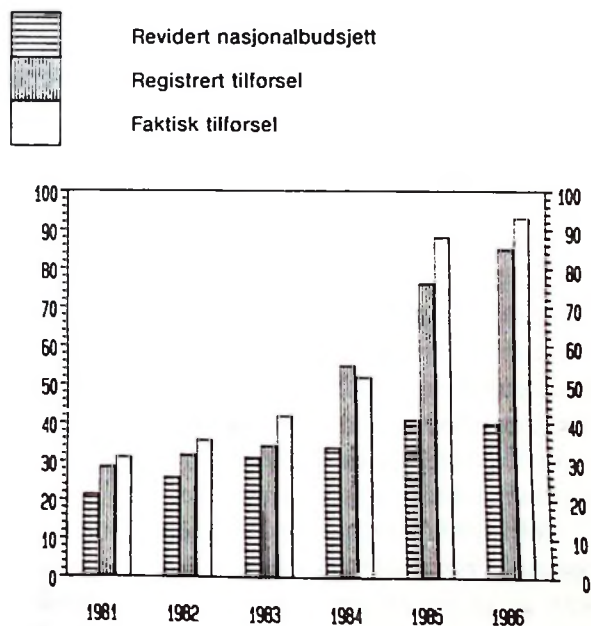
Økningen i publikums likviditet – eller pengemengden – kommer vi fram til når likviditetstilførselen justeres for publikums nettokjøp av valuta. Disse kan variere nokså tilfeldig fra år til år, og overensstemmelsen med budsjettallene blir derfor dårligere, uten at det bør tillegges noen vesentlig vekt for vurdering av den pengepolitiske styringen. Figur 2 viser at mønstret med vesentlig bedre samsvar mellom planer og realiteter i den første halvdel av perioden enn den andre, likevel går igjen.

La oss så gå over til å se på kreditttilførselen, som utvilsomt har spilt en mer sentral rolle som veiledende tall i kredittpolitikken enn likviditetstilførsel og likviditet. Figur 3 viser registrert innenlandsk kreditttilførsel over markedet til private og kommuner sammen-

Figur 3. Markedsmessig innenlandsk registrert kreditttilførsel 1981–1986. Planer og realiteter. Milliarder kroner



Figur 4. Markedsmessig innenlandsk kreditttilførsel, registrert og faktisk 1981–1986. Planer og realiteter. Milliarder kroner



holdt med plantall i budsjett og revidert budsjett. Forskjellen mellom første og annen halvdel av perioden 1981–86 bekreftes også her. Det er ikke overraskende, for det var jo nettopp overskridelsen av de veiledende utlånstall i årene 1984–86 som var den vesentlige årsak til at likviditetstilførselen, og til dels økningen i pengemengden, ble så mye større enn forutsatt.

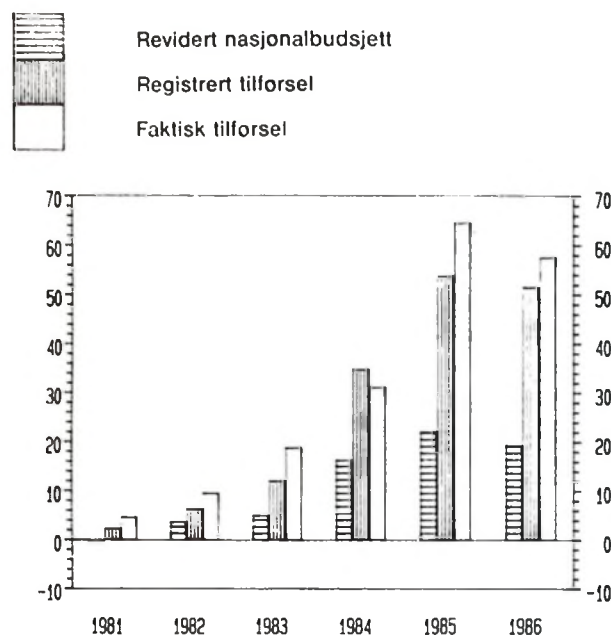
Dette er likevel bare en del av historien. I tillegg til den registrerte kredittilførsel fant det sted en omfattende kredittilførsel utenom de ordinære kredittinstitusjoner.

I Norges Bank har vi derfor korrigert den registrerte kredittilførsel med omfanget av kjente markedslån, med og uten garanti, samt med uoverensstemmelser i kredittmarkedsstatistikken. I tillegg er det foretatt ytterligere noen korreksjoner som vår informasjon gir grunnlag for. De beløp vi dermed er kommet fram til, har vi kalt «faktisk kredittilførsel». Slike beregninger kan bare foretas i ettertid. Den løpende informasjon gir oss bare den registrerte kredittilførsel. Den svikt i informasjonsgrunnlaget som tilpasningen til reguleringsene medfører, er i seg selv en betydelig ulempe ved dem. I figur 4 er resultatet av våre kalkyler vist. I tidligere figurer så vi at forskjellen mellom opprinnelig og revidert nasjonalbudsjett gjennomgående ikke var så stor, og vi har derfor begrenset oss til det reviderte som sammenligningsgrunnlag. Her har man blant annet kunnet ta hensyn til de realiserte tall året før. Vi holder oss hele tiden til hva vi har kalt «markedsmessig kredittilførsel», altså eksklusive tilførsel fra statsbankene.

Vi ser at forskjellen mellom registrert og faktisk tilførsel steg år for år gjennom perioden 1981–83. I 1984 ble betydelige beløp i tidligere bevilget kreditt tatt tilbake i bankenes regnskaper, slik at den faktiske er mindre enn den registrerte. Senere har utviklingen fortsatt i det tidlige spor.

Nå inneholder alle disse tallene, som er i løpende kroner, en priskomponent. Hvis vi kan gå ut fra at denne priskomponenten er den samme både for planlagte og realiserte tall, har vi en mulighet for å beregne avvik i

Figur 5. Deflatert markedsmessig kredittilførsel. Milliarder kroner



realtall. En slik forutsetning er kanskje ikke så god, siden selve overskridelsen kan ha bidratt til å forsterke prisstigningen. Deflatering av kredittilførsel er imidlertid i alle fall en tvilsom sak, og vi gir derfor avkall på ytterligere raffinering, men gjengir heller i figur 5 de deflaterte tall for registrert og faktisk kredittilførsel sammenholdt med revidert budsjetts plantall for hva de måtte være verdt. Det fremgår, hva som i alle fall må kunne ansees som en noenlunde sikker konklusjon, at inntrykket av systematisk og betydelig overskridelse forsterkes når vi ser på realtall.

Hvordan vi enn analyserer tallene, blir vi sittende igjen med inntrykket av at kredittstyringen ble gradvis svekket gjennom årene 1981–84, og at vi for alvor mistet taket på den i 1985–86.

Nå betyr ikke de overskridelser vi her har pekt på, at den realøkonomiske styring nødvendigvis har vært like svak. Det er jo godt mulig at budsjettallene for pengemessige aggregater var for lave i forhold til den real-



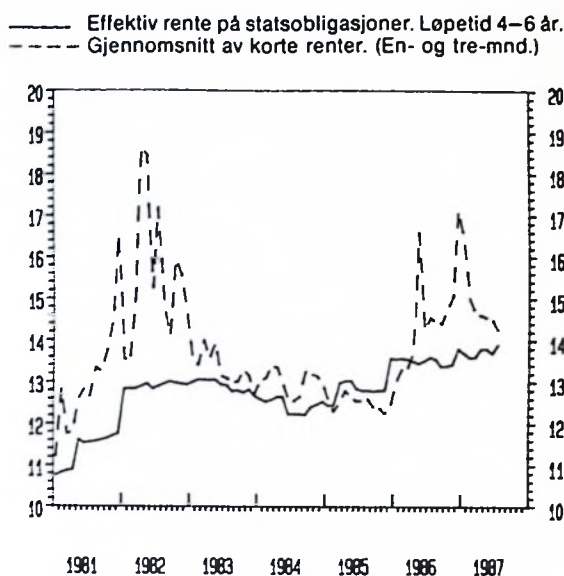
økonomiske utvikling som var ønsket. I alle fall for 1981 og 1982 er det vanskelig å hevde at overskridelsene i forhold til budsjettallene fikk uheldige realøkonomiske virkninger. Derimot synes det klart at svekkelsen av den kredittpolitiske styring gjennom de siste årene hadde en uheldig realøkonomisk effekt. Spørsmålet om årsaken til denne svekkelsen må derfor være av interesse.

Det har vært vanlig å vise til at vi fra og med 1984 avvirket det meste av de direkte reguleringer, i første rekke av bankenes utlån. Det kan neppe være tvil om at direkte reguleringer i begynnelsen av 1980-årene hadde en sterkere rasjonerings effekt enn hva tilfellet er i dag, særlig fordi de regulerte kredittinstitusjoner dengang dekket en større del av markedet. På den annen side fremgår det at det var nettopp i denne perioden markedets evne til å kanalisere kreditt utenom de regulære kanaler økte. Dette skjedde gradvis, men utviklingen gikk særlig raskt i 1983, da reguleringene ble trappet vesentlig opp, og markedet derfor innstilte seg på å leve med reguleringer og dermed også på å omgå dem. Rentepolitikken gjorde også slike omgørelser billigere.

Dette siste er et forhold som har tiltrukket seg mindre oppmerksomhet. Fram til 1983 hadde pengemarkedsrenten fått utvikle seg uten politiske bindinger. Utviklingen fremgår av figur 6. Under B-lånsreguleringen som Norges Bank gjennomførte, kjempet bankene om pengene for å unngå å komme i B-lånsposisjon, og drev dermed pengemarkedsrenten opp. Når samtidig utlånsrenten var styrt gjennom renteerklæringen, ble bankene skviset på sin fortjeneste og fikk dermed et motiv for å begrense utlånsøkningen. Samtidig slo det høye rentenivået igjennom også i det uregulerte marked og bidro til å begrense kredittkanaliseringen gjennom dette. På det høyeste var pengemarkedsrenten oppe i 18–19 pst og lå da 4–5 prosentpoeng over fastsatte utlånsrenter.

Men det politiske press for et lavere rentenivå var sterkt, og bankene presset også på for å få en binding av pengemarkedsrenten. Dette var vel ikke deres primære ønske, men når

Figur 6. Renteutviklingen



utlånsrentene var fastlagt gjennom renteerklæringen, betydde den høye pengemarkedsrenten naturligvis et sterkt press på deres inntjening.

En nedsettelse av rentenivået var en del av prisen mellompartiene krevde for å medvirke til en utvidelse av Willoch-regjeringen. Allerede tidligere på året var det truffet forskjellige tiltak for å bringe pengemarkedsrenten nedover, og i forbindelse med regjeringens dannelse ble Norges Bank pålagt å holde pengemarkedsrenten i området 13–13,5 pst. Det ble dermed ganske billig å omgå den skjerpede direkte regulering av bankutlånene som ble innført for annet halvår 1983, idet prisen i det uregulerte marked ble bestemt av det fastlagte nivå for pengemarkedsrenten.

Fram til 1983 hadde vi altså forsøkt å styre kreditttilgangen, mens pengemarkedsrenten fikk utvikle seg noenlunde fritt. I løpet av året ble rentenivået stadig sterkere bundet, og fram til slutten av fjoråret var Norges Banks likviditetspolitikk i hovedsak innrettet mot å holde det rentenivå som ble fastlagt gjennom statens utleggelse av statspapirer. Resultatet var at muligheten for å styre kreditttilgangen ble alvorlig svekket.

Avviklingen av de mengdemessige reguleringer i 1984 førte til en sterk økning i den



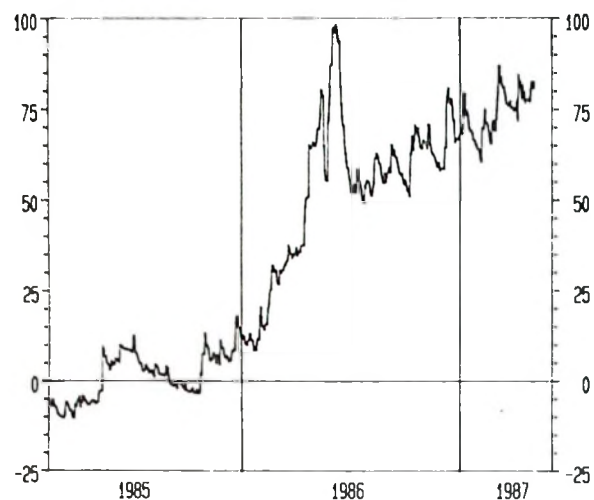
registrerte kredittilførsel i forhold til nasjonalbudsjettets tall, mens overskridelsen for den faktiske kredittilførsel fortsatte den trend som var etablert gjennom 1981–83. Det var først i 1985 og 1986 at såvel registrert som faktisk kredittilførsel, både nominelt og reelt, mistet enhver forbindelse med plantallene. Det virker da mer naturlig å se dette mot bakgrunnen av den ekspansive finanspolitikk som noenlunde samtidig ble innledet, en sterk sysselsettingsvekst og en optimistisk fremtidsbedømmelse. Hva man imidlertid kan ha dekning for å si, er at kredittliberaliseringen ga mulighet for en markedsføring av kreditt som vi ikke tidligere har sett, og i det økonomiske klima som hersket, med lave realrenter etter skatt og etter en lang rasjoneringsperiode, var markedet meget mottakelig.

Langtidsprogrammets ord om at kredittfinansiert etterspørsel måtte dempes under en ekspansiv finanspolitikk, ble aldri fulgt opp i praksis. Tvert imot bidro en ekspansiv finanspolitikk til at også kredittpolitikken ble ekspansiv. Vi fikk en vekselvirkning mellom disse ulike faktorer der det er ugjørlig – og kanskje også lite meningsfylt – å isolere de enkelte forklaringsvariable. Hva vi imidlertid kan si, er at vi i årene 1983–86 styrte verken likviditets- eller kreditttilførsel. Vi styrte renten. Det hadde i og for seg ikke behovd å gå så galt om den hadde blitt styrt ut fra hensynet til en ønsket avdempning av kreditt- etterspørselen. Det hadde også gått bedre om skattereglene var blitt endret slik at mindre av rentebelastningen kunne føres over på det offentlige. Som kjent skjedde ikke noe av dette. Fradragsretten for renteutgifter ble politisk vernet, og renten ble styrt ut fra hva man for enkelhets skyld kan kalle «politiske kriterier». Hva dette begrepet skjuler, skal vi ikke her forsøke å gå nærmere inn på.

#### *Fra rentestyring til valutastyring*

Forutsetningen for rentestyringen var at Norges Bank kunne tilføre tilstrekkelig likviditet til at renten kunne holdes på det fastlagte

Figur 7. Tilførsel av sentralbanklikviditet.  
Milliarder kroner



nivå. Dette innebar at vi i løpet av de to årene 1985 og 1986 tilførte banksystemet ca. 80 milliarder kroner. Utviklingen fremgår av figur 7. Denne likviditetstilgangen ble for en stor del nyttet til nettokjøp av valuta fra Norges Bank. Så lenge statens petroleumsinntekter ga valutainngang, kunne en slik politikk gjennomføres. Nedgangen i petroleumsinntektene gjorde det nødvendig å legge om politikken på dette såvel som på andre områder.

I sitt brev om det økonomiske opplegget for 1987 pekte Norges Bank på at med den mer begrensede valutapolitiske handlefrihet som den nye situasjonen innebar, måtte renten brukes for å stabilisere valutakursen og gi en privat valutainngang som kunne finansiere et uunngåelig underskudd i utenriksøkonomien. I Salderingsproposisjonen fulgte regjeringen opp denne linjen. Det var en forutsetning at driftsunderskuddet overfor utlandet bare i mindre utstrekning skulle dekkes ved statlig opplåning. I hovedsaken skulle det dekkes ved at private lånte opp i utlandet. Dette ville kreve et innenlandsk rentenivå som var så pass mye høyere enn det internasjonale at næringslivet anså det lønnsomt å låne ute til tross for den devalueringssom mange fremdeles ville anta var knyttet til den norske krone.

At renten blir bestemt ut fra hensynet til valutastyringen, betyr at det blir mindre muligheter for å bruke den for å påvirke kreditttilgangen. Spesielt er det begrensede muligheter for å stimulere kreditttilgangen gjennom en lavere rente når dette samtidig betyr en svekkelse av kronkursen som gjør det nødvendig å selge valuta for å motvirke denne svekkelsen. Men dette er bare et annet uttrykk for at vår utenriksøkonomiske stilling setter grenser for hvilken kredittetterspørsel vi kan tillate. Dette er den grunnleggende begrensning på vår handlefrihet, ikke det at vi rent teknisk har valgt valutakurs og valuta-beholdning som styringsmål.

Men vi er ikke uten muligheter for å bruke renten i den kredittpolitiske styring. For det første har vi en margin på 4,5 pst omkring den fastlagte sentralkurs, og det ligger også i regjeringens egen hånd om nødvendig å utvide denne marginen dersom den av kredittpolitiske hensyn ønsker en høyere rente enn valutastyringen krever. For det andre ligger det ikke i systemet med valutastyring at vi ikke skal øke våre valutabeholdninger. Om kursindeksen når den nedre intervensjonsgrense og hensynet til kredittutviklingen og den interne stabiliseringspolitikk ikke tilsier en rentenedsettelse, er det ikke noe i veien for at vi kan intervenere ved å kjøpe valuta mot kroner. Dette medfører en tilførsel av likviditet og trekker dermed i retning av et lavere rentenivå. Men denne likviditetstilførselen kan nøytraliseres ved at Norges Bank reduserer sine lån til bankene eller eventuelt ved salg av statspapirer. Valutastyring betyr altså ikke at vi holder blikket stivt festet på kursindeksen og reagerer med renteendring hver gang den møter ytterkantene. Vi vil måtte vurdere om dette er uttrykk for mer tilfeldige svingninger eller for mer varige forskyvninger i balanseforholdene. Valutastyring impliserer en styring også etter den valutamessige stilling vi kan vente i tiden fremover, og ikke bare etter den øyeblikkelige situasjon.

Selv med både den ene og den annen skattereform vil innenlandske lånekostnader reduseres gjennom fradragretten for renter.

Utslaget av dette vil være desto større jo sterkere inflasjonen og jo høyere rentenivået dermed er. Det internasjonale rentenivå er langt mindre påvirket av slike forhold. Det rentenivå som er nødvendig for å holde de reelle lånekostnader på et så høyt nivå som en rimelig stabilitet i landets økonomi krever, vil derfor lett være forholdsvis høyt sammenliknet med rentenivået ute. Vår nokså spesielle skattemessige behandling av renter gir to forskjellige likevektspriser for penger, en som gjelder innenlands, og en annen som gjelder i internasjonale forhold. Når vårt høye innenlandske rentenivå fører til at vi må inn valuta som vi egentlig ikke trenger, koster det differansen mellom disse to prisene. Dette er en kostnad vi må leve med inntil vi har fått forandret skattesystemet på en slik måte at rentenivået før skatt er brakt nedover.

#### *Erfaringer med valutastyring*

Om vi sammenlikner oss med andre industrialiserte land, inntar vi noe av en særstilling med hensyn til den politiske interesse omkring rentenivået. Det er lenge siden man i andre land sluttet å ha bestemte meninger om hva rentenivået skal være, annet enn at de fleste liker en lav rente bedre enn en høyere. Dette ser ut til å gjelde også for kreditorene, fordi en lav rente er knyttet til stabilitet i pengeverdien, noe som kreditorene anser for viktigere enn høye nominelle renter.

Som en hovedregel innenfor OECD kan en si at de større land tenderer mot å legge hovedvekten i den pengepolitiske styring på pengemessige aggregater, mens mindre land legger større vekt på å holde en fast valutakurs. For disse betyr åpenheten i deres økonomi at de har liten kontroll over pengeaggregatene. Innenfor EMS er for øvrig valutastyringen gjort til en forpliktelse for alle land. Med Vest-Tysklands dominerende stilling betyr dette for de øvrige i hovedsak å holde en fast kurs til DEM.

Selv om man kan trekke opp et skille mellom store og små land som hovedregel, tren-



ger det mange nyanseringer. For det første har de fleste land etter hvert inntatt en mer pragmatisk holdning til pengemessige måltall. Man har erfart at sammenhengen mellom dem og de realøkonomiske størrelser er lite stabil. Derfor ser man i dag i praksis like mye på realøkonomiske indikatorer og på prisutvikling. For det andre er heller ikke større land ufølsomme for kursutviklingen. Skulle et internasjonalt samarbeid om kurspolitikken anta fastere former, vil også disse måtte legge større vekt på valutastyringen enn de til nå har gjort.

De mindre land har nesten uten unntak basert seg på en eller annen form for fastkurspolitikk, enten formelt eller reelt. Da har man i praksis ikke hatt noe annet valg enn å la rentenivået understøtte denne kurspolitikken. Når Norge nå er kommet etter, er det fordi, slik det er pekt på foran, heller ikke vi lenger har noe valg.

Den første prøven på den nye politikken kom med Norges Banks økning i lånerenten på bankenes låneadgang i fjor høst. Valutamarkedet var preget av stor usikkerhet utover høsten, noe som avspeilet seg i sterke variasjoner i kursindeksen. Tendensen gikk imidlertid klart i retning av en svakere krone, og gjennom november måtte Norges Bank intervenere for store beløp. For å dempe presset mot kronekursen, satte Norges Bank 2. desember opp utlånsrenten med to prosentpoeng til 16 pst. Denne økningen smittet raskt over til de øvrige pengemarkedsrentene og bankenes kortsiktige utlånsrenter. Bankene varslet også at de ville foreta økninger i de langsiktige utlånsrentene.

Etter hvert som forholdene på valutamarkedet roet seg, gikk Norges Bank til en gradvis nedsettelse av renten, inntil nåværende 13,8 pst ble nådd 16. februar.

Tidlig i januar opphørte Norges Banks støttekjøp, og fra slutten av juni har banken kjøpt valuta. De roligere forhold har nok særlig sammenheng med endrede kursforventninger. Den uttrykte vilje til bruk av renten for å forsvare kronekursen, har i seg selv styrket tiliten. Men også de finanspolitiske innstram-

ninger som er gjennomført, og et moderat inntektsoppgjør har bidratt til å dempe devaluering forventningene.

Når situasjonen i valutamarkedet tilsier at Norges Bank øker pengemarkedsrentene, er det ønskelig at dette får raskt gjennomslag i bankenes kortsiktige lånerenter. Ut fra rene valutapolitiske betraktninger er det ikke i samme grad nødvendig å få en rask økning også i renten på bankenes langsiktige utlån, idet slike lån ikke i noen større grad blir brukt til å finansiere kursmotiverte transaksjoner. De formål slike lån er knyttet til, er også politisk følsomme, og en renteøkning vil derfor lett utløse krav om kompensasjon i den ene eller den andre form. Ut fra dette er det ikke hensiktsmessig at renten på langsiktige lån skal følge de kortsiktige svingningene i Norges Banks dagslånsrente.

Norges Bank har derfor foretatt en viss omlegging av ordningen med likviditetslån til bankene, slik at denne dels vil bestå av dagslån og dels av lån med lengre løpetid og fast rente. Dagslånene vil da komme nærmere til hva de var tilsiktet å være, nemlig en marginal låneordning der renten i prinsippet fastsettes daglig.

Med hyppigere og sterkere bevegelser i pengemarkedsrenten er det behov for at det utvikles et marked med en rimelig grad av rentebinding. Dette forutsetter imidlertid at kredittinstitusjonene skaffes innlånsmidler med tilsvarende binding. Det er i dette lys en må se en revisjon av ordningen med likviditetslån til bankene. Men også vedtaket om at bankene skal gis adgang til å legge ut papirer med opp til 24 måneders løpetid, vil trekke i samme retning. Det samme gjelder Norges Banks gjentatte forslag om å oppheve emisjonsreguleringen for kredittforetakenes boligfinansiering.

Til nå har vi vennet oss til å tenke på rentebinding som en garanti mot uventede renteøkninger. Det sier seg selv at en binding må gjelde begge veier, og det er mulig at interessen vil avta noe når en blir klar over at man også kan bli sittende igjen med en høyere rente under et fallende rentenivå.



Som et bidrag til en større valutainngang, og dermed også en støtte for kronkursen, ble rammen for låneopptak i utlandet øket kraftig for 1987, og i forbindelse med Revidert Nasjonalbudsjett er kriteriene for å kunne få ta opp langsiktige valutalån blitt vesentlig myket opp. Av og til — også i internasjonale kretser — støter man på den tanke at når vi har så stort underskudd overfor utlandet, burde vi avvikle reguleringen av slike lån, slik at utlandet fritt kunne få finansiere våre underskudd.

Denne tanken synes å bygge på en forestilling om at først oppstår det et underskudd, så skal dette finansieres. Men forholdet er jo tvert imot at det oppstår ikke noe underskudd med mindre det kan finansieres, enten ved innenlandsk tilgang på kreditt eller ved lån fra utlandet. Vil vi begrense underskuddene, må vi begrense finansieringsmulighetene. Dette kan vi gjøre gjennom vår egen kredittpolitikk, med de konsekvenser dette nødvendigvis må få for rentenivået. Men da må vi prøve å forhindre at den innenlandske kreditt erstattes av opplåning i utlandet.

Jeg sier «prøve å forhindre», for det er bare i begrenset utstrekning vi kan greie dette. Med de liberaliseringer av valutatransaksjoner som er gjennomført, og som det ikke er aktuelt å gå tilbake på, er det tallrike muligheter for lekkasjer i systemet. Men dels dreier disse seg om forskyvning av betalinger i tid som ikke er så avgjørende for den varige balanse i økonomien. Dels er ikke dette det eneste tilfellet hvor vi må handle ut fra et noe redusert ambisjonsnivå.

Med en fornuftig skattemessig behandling av renter og bedre stabilitet i vår økonomi kan det likevel etter hvert være forsvarlig å gå lengre med valutoliberalisering enn vi har gjort til nå. Men dette må avpasses etter hva vår samlede økonomiske stilling vil være tjent med. Valutoliberalisering kan ikke være et selvstendig mål for den økonomiske politikk mer enn en lav rente kan være det.

Den overopphetingen av norsk økonomi som fant sted helt inn i 1986, hadde ikke vært mulig dersom man hadde beholdt kontrollen over likviditetstilførsel og kreditttilgang. Denne kontrollen var man i ferd med å miste allerede i 1983. Kreditttilgangen lot seg ikke lenger styre fra tilbudssiden. Man hadde imidlertid kunnet styre etterspørselen dersom man hadde latt lånekostnadene stige. Dette kunne man gjort både ved å stramme til skat-tereglene og ved å heve renten. I stedet utvidet man i 1983 fradragsretten til også å gjelde rene forbrukslån, og renten ble redusert og låst enda sterkere fast enn før. Mange må dele ansvaret for denne politikken. Kanskje sa heller ikke Norges Bank sterkt nok ifra.

Årets skattevedtak innebærer som kjent en moderat dempning av fradragsmulighetene for renteutgifter og av beskatningen av renteinntekter. Skattemeldingen peker videre i denne retningen uten å fremme konkret forslag. På dette området er altså fremskrittene små og usikre.

Omleggingen av rentepolitikken er et langt klarere brudd med fortiden, og det reviderte nasjonalbudsjettet bekrefter denne nyorientering. Dette er vel hittil det viktigste tiltak regjeringen har truffet i retning av å oppnå en varig balanse i landets økonomi.

Jeg tror bruddet med den tidligere rentepolitikken er definitivt. Det utvalg som regjeringen vil nedsette for å drøfte styringsproblemer i kredittpolitikken, vil neppe anbefale at man vender tilbake til tidligere tiders bindinger.

På politisk hold er det alltid en viss motstand mot å oppgi styringen med noe. Her står man imidlertid overfor et valg mellom å styre renten eller styre kredittmengden og valutaforhold. Styring av renten har alltid betydning å styre den nedover, og slik den politiske beslutningsprosess fungerer, er vel ikke dette til å unngå. Men da styrer man uvegerlig kreditttilgangen, etterspørsel og priser oppover, og valutaen ut av landet. Da er det bare et tids-spørsmål før også ledigheten er styrt oppover.

Anvendelsen av renten i valutastyringen forutsetter at det kan handles raskt, om nødvendig i løpet av noen timer. Da er det ikke mulig å ha noen ordinær politisk beslutningsprosess før en renteheving finner sted. Den må gjennomføres av sentralbanken, men selvsagt med orientering til Finansdepartementet. Jeg har sett at dette har vært oppfattet slik at den nye rentepolitikken skulle ha lagt makten i hendene på Norges Bank. De som er tilhengere av mye politisk styring, kan vel ha sett med uro på dette. Det er en bekymring man kan ta med ro. Fortsatt er det regjeringen som, med Stortingets tilslutning, staker ut kursen. Det ligger ikke mye maktoverføring i om man ber Norges Bank å holde et øye med kompasset og forsøke å holde den kurs som på dette spesielle området er staket ut. Til overmål gjør vi regelmessig opp bestikk og studerer draftet sammen med Finansdepartementet.

En rentepolitikk knyttet til valutastyringen betyr at vi har fått et mer adekvat grunnlag for den enn tidligere. Men det løser selvsagt ikke alle problemer, og det skaper noen nye. Særlig har man vært opptatt av de fordelingsmessige konsekvenser av renteøkningen. Renteutvalget viste imidlertid klart at renten var særdeles lite egnet til å ivareta fordelingsmessige hensyn. Det gjør man langt billigere på andre måter, og det er også en del fordelingsmessige problemer som det koster mer enn det smaker å forsøke løse. De aller alvorligste fordelingsproblemer vi risikerer å stå overfor, er de som følger av arbeidsledighet. En politikk som reduserer denne trusselen, er god fordelingspolitikk. Politikk som øker

faren for ledighet, er dårlig fordelingspolitikk uansett hvor gode intensjonene er.

Vi kan også oppleve skuffelser med hensyn til hvor sterkt en renteøkning virker på kredittilgangen. Delvis reduserer skattebestemmelsene fortsatt rentefølsomheten, og pris- og inntektsforventninger kan gi utslag som det er vanskelig å bedømme på forhånd. Det ville likevel stride mot all internasjonal erfaring, foruten mot velkjent teori, om man ikke over noen tid skulle kunne få kontroll over kredittilgangen ved hjelp av renten.

Som vi tidligere har pekt på, kan man bare i liten grad gjennom penge- og kredittpolitikk løse de strukturproblemer i samfunnet som knytter seg til et misforhold mellom inntektsanvendelse og inntekt. Det må være finanspolitikken oppgave. Siden det på lengre sikt er dette misforhold som truer den varige balanse, vil det også bare være gjennom finanspolitikken denne kan sikres. Sviktende balanse vil over tid skape et press mot kronkursen. Dette kan en motstå gjennom en renteheving hvis man kan gi markedene tro på at de underliggende forhold i økonomien, innbefattet finanspolitikken, er slik at balanse vil kunne etableres og opprettholdes. Mangler denne tilliten, vil presset melde seg igjen og igjen, og ingen renteheving vil kunne konkurrere med de gevinster som kan oppnås gjennom kursmotiverte valutatransaksjoner som blir gjennomført på det for markedet rette tidspunkt.

Den nye rentepolitikken betyr at vi har fjernet en hindring mot en balansert økonomi. Men enda gjenstår det å skape balansen.

# Arbeidsdelingen og konkurransesituasjonen på kredittmarkedet. Mulige utviklingstendenser fremover<sup>1)</sup>

*Jon A. Solheim, direktør i Finansmarkedsavdelingen, Norges Bank*

*Det har de siste årene funnet sted betydelige endringer og innovasjoner i finansmarkedene. Tradisjonelle rollefordelingsmønstre er i ferd med å brytes ned som følge av de nye utviklingstendensene. Selv om myndighetenes kredittpolitiske virkemiddelbruk har hatt stor betydning for markedsutviklingen til de ulike hovedgrupper av finansinstitusjoner, er disse beskrankningene i økende grad blitt omgått ved vertikal integrasjon. Enkelte finansinstitusjoner har således vesentlig større samlet markedsrett enn det morselskapets aktivitet indikerer. Utviklingstendensene på finansmarkedet tilsier at tiden er moden for nye rammebetingelser — et arbeid som allerede er i gang gjennom forslagene i Ot. prp. nr. 41 (1986–87).*

## *Innledning*

Både i Norge og internasjonalt har det de siste årene funnet sted betydelige endringer og innovasjoner i finansmarkedene. I Norge har utviklingen i retning av sterkere konkurranse og mangfold på finansmarkedet i hovedsak funnet sted innenfor uendrede og i økende grad foreldede lovmessige rammebetingelser. Tiden har av den grunn lenge vært moden for en grundig gjennomgang av det norske finansmarkedet — et arbeid som allerede er i god gang ved Løiningutvalgets rapport og Finansdepartementets etterfølgende Ot.prp. nr. 41 (1986–87), Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner.

I denne artikkelen vil vi trekke frem enkelte hovedtrekk ved senere års utvikling på det norske finansmarkedet, og se litt på tilsvarende tendenser i utvalgte industriland. Videre vil mulige utviklingstendenser med hensyn til fremtidig arbeidsdeling og konkurransesituasjon på det norske penge- og kredittmarked bli berørt. Vi vil i hovedsak konsentrere oss om arbeidsdelingen mellom de ulike finansinstitusjoner, og i liten grad behandle utviklingstendenser innen betalingsformidling, verdipapirisering av penge- og kredittmarkedet og internasjonalisering av finansvesenet.

## *Eksisterende arbeidssituasjon på penge- og kredittmarkedet — senere års utviklingstendenser*

*Bankene.* Forretnings- og sparebankene har tradisjonelt stått for den dominerende andel av kreditttilførselen, og de representerer de toneangivende aktører i finansmarkedet. Bankenes andel av kredittmarkedet har likevel variert fra år til år, avhengig av den kredittpolitiske virkemiddelutforming og av hvilken rolle myndighetene til enhver tid har ønsket at statsbankene skal spille. Mens forretningsbankene og sparebankene tidligere betjente svært ulike kundegrupper, er dette skillett gradvis i ferd med å viskes ut. Det er imidlertid fremdeles klare forskjeller i forretnings- og sparebankenes innskudds- og utlansstruktur og i omfanget av annen finansvirksomhet. Forretningsbankene har fortsatt den sterkeste posisjonen i næringslivsmarkedet. Dersom man tar hensyn til valutalån, har forretningsbankene i betydelig grad styrket sin stilling i næringslivsmarkedet fra 1981 til 1986. Sparebankene er relativt sett sterkere enn forretningsbankene i personkunde-markedet, men fra 1981 til 1986 økte begge bankgrupper sine markedsandeler.

I løpet av 1980-årene har det funnet sted en klar utvikling mot færre og større banker. Mens forretningsbankene i stadig større grad

<sup>1)</sup> Noe omarbeidet versjon av foredrag på Norske Sosialøkonomers Forenings kurs om penge- og kredittpolitikk i mai 1987.



domineres av noen få landsdekkende banker, har utviklingen i sparebankene gått i retning av sterke regionale banker. Senere års etableringer av nye norske forretningsbanker har ikke endret denne hovedtendensen. Selv om de nye forretningsbankene har skjerpet konkurransen på enkelte områder, tilsier deres beskjedne samlede størrelse at de ikke utgjør en alvorlig konkurransefaktor for de veletablerte bankene. Det samme er fremdeles tilfelle for de utenlandske bankene som har etablert seg i Norge. Ved utgangen av 1986 beløp deres forvaltningskapital seg til i alt 3,6 milliarder kroner, eller 1,2 % av forretningsbankenes samlede forvaltningskapital. Hittil har de utenlandske bankene særlig profilert seg som næringslivsorienterte «merchant banks», mens de i beskjeden grad har engasjert seg i personkundemarkedet.

I løpet av 1980-årene har flere norske forretningsbanker og en sparebank etablert seg i utlandet. Ved utgangen av 1986 eide norske banker helt eller delvis 28 utenlandske banker, finansieringsselskaper og finans- og fondsmeglerforetak. I dette tallet er medregnet institusjoner der den norske eierandelen utgjør minst 10% av aksjekapitalen. Bankenes forvaltningskapital i utlandet beløp seg til vel 70 milliarder kroner pr. 31.12.1985, dvs. mer enn en fjerdedel av forretningsbankenes samlede forvaltningskapital. Den økte aktiviteten til norske banker i utlandet er dels knyttet til oljerelatert virksomhet, men i de senere år har flere også engasjert seg i andre former for næringsvirksomhet, i innskudds-markedet, m.v. Av hensyn til utenlandske og norske reguleringsbestemmelser er filialformen i økende grad blitt valgt ved uteetableringer. Fundinghensyn og mulighet for å legge morbankens kapitalgrunnlag til grunn for virksomheten i utlandet er forhold som har bidratt til denne utviklingen.

*Forsikring.* Forsikringsselskapenes primære virkeområde er å yte forsikringstjenester. Den store kapitaloppsamling som skjer i selskapene gjør at de i betydelig grad kan engasjere seg i kreditttyting i konkurranse med banker

og andre finansinstitusjoner. Selv om utlånsaktiviteten i forsikring stort sett har direkte tilknytning til forsikringsvirksomheten, representerer den en konkurransefaktor i kampen om å trekke til seg ledig kapital. I de senere år har dessuten skattereglene favorisert plasseringer i livs- og pensjonsforsikring. Utlånsvirksomheten til forsikringsselskapene begrenses imidlertid av forbud mot kredittformidlingsvirksomhet i form av innlån og av relativt strenge sikkerhetskrav med hensyn til utlån og kapitalplasseringer. Mange av forsikringsselskapene har redusert disse beskrankningene ved å tilby et bredt spekter av finansielle tjenester gjennom hel- eller deleide finansieringsselskaper.

*Finansieringsselskaper.* Finansieringsselskapenes utlån utgjør en relativt høy markedsandel innen næringslivs-markedet, og mange er aktive med rådgivningstjenester og ulike former for spesialfinansiering. Enkelte finansieringsselskaper er også engasjert i kredittkortvirksomhet og annen forbruksfinansiering. Utlån utenom leasing og factoring har vært stramt kvoteregulert siden 1970. Som følge av dette er det utviklet et stort avlastningsmarked for kvoteregulerte lån, slik at selskapenes reelle virksomhet er større enn utlånstallene tilsier. De største finansieringsselskapene har de siste årene utviklet seg til fullfinansieringsselskaper med et produktspekter som — med unntak av betalingsformidlingstjenester — avviker stadig mindre fra bankenes tilbud.

*Kredittforetakene.* Gjennom obligasjonmarkedet formidler kredittforetakene mellomlang og langsiktig kreditt til næringslivet, kommuner, boligformål, primærnæringene, skip og borefartøyer og kapitalvareeksport. Mange av kredittforetakene har tradisjonelt vært svært sektororienterte, men klare endringer er i ferd med å finne sted. Kreditttytingen skiller seg fra øvrige finansinstitusjoner ved at utlånene stort sett er uoppsigelige fra långivers side og at renten er fast (eventuelt med klausuler) i lånets løpetid. Videre stilles det

normalt ikke spesielle krav til kundeforhold for å få lån, noe som har vært vanlig i bank og forsikring. I de siste årene har det vært en tendens mot stadig kortere bindingstid for renteklausuler og med mulighet for innløsning til pari kurs innenfor en tidsramme fra 6 måneder til 5 år. Forskjellene i forhold til andre innlåns- og utlånsformer er derved blitt redusert. Samtidig har kredittforetakene utvidet sin aktivitet mot nye kundegrupper.

*Det uregulerte kredittmarked.* Det uregulerte kredittmarked omfatter lån som formidles utenom balansene til de konsekusjonspliktige finansinstitusjonene, dvs. at publikum/kommunesektoren står som kreditor og debitor. En del av denne kredittformidlingen går likevel via finansinstitusjonene i form av lånegaranti og gjenkjøpsavtaler. Ved utgangen av 1986 beløp markedslån til publikum med garanti seg til 20,4 milliarder kroner og markedslån uten garanti seg til 12,4 milliarder kroner.

Varekreditter fra næringslivet er ikke med i denne statistikken. Videre er mange bedrifter blitt mer aktive med egen finansvirksomhet, noe som ikke bare avspeiler det avlastningsmarked som er vokst opp som følge av senere års direkte reguleringer på penge- og kredittmarkedet. De registrerte garantitallene fanger således bare opp en del av aktiviteten på det uregulerte markedet. I perioder med garantiregulering har det vært en økning av uregulert kreditt uten reguleringer.

Et interessant utviklingstrekk er at omfanget av lånegarantier vokste også gjennom 1985, et år uten utlånsrestriksjoner for «vanlige» banklån. Et biprodukt av den stramme kredittreguleringen i 1982–83 var å skape en konkurransedyktig kredittformidlingskanal uten de kostnadselementer som kredittpolitikk og lovgivning medfører for de konsekusjonspliktige finansinstitusjoner. Slik virksomheten til mange finansmeglerfirmaer har utviklet seg, er det i realiteten liten forskjell mellom markedslån og banklån.

En annen utviklingstendens i det uregulerte marked er fremveksten av investerings-

og ventureselskaper, for en stor del med bank, forsikring og finansieringsselskap i eierposisjoner. Strategien til disse selskapene har variert fra rene porteføljeinvesteringer eller avlastningsforretninger for sine morselskaper til det å ta tyngre strategiske posisjoner i bedrifter. Mange av de sistnevnte selskapene har fått problemer som følge av utflating av aksjekursene og svak fortjenesteutvikling i investeringsbedriftene. Hovedinntrykket er at investerings- og ventureselskapene fortsatt spiller en svært beskjeden rolle i finansmarkedet.

#### *Finansinstitusjonenes rammebetingelser*

Forretningsbankloven, sparebankloven, finansieringsvirksomhetsloven og forsikringsloven setter regler for hvem som kan drive slik virksomhet, hvordan virksomheten skal organiseres, soliditetsmessige og kontrollmessige krav, regler for foretakenes organer, m.v. Mens banklovene er forholdsvis omfattende og nyanserte, er finansieringsvirksomhetsloven – som omfatter både finansieringsselskaper og kredittforetak – utformet slik at det er mer opp til det enkelte foretak å vurdere hvordan balansesammensetningen skal være. Forsikringsloven er på den annen side sterkt preget av spesielle forsikringsbestemmelser.

Av bestemmelsene i penge- og kredittloven fremgår det at virkemiddelarsenalet varierer en del mellom de ulike hovedgrupper av finansinstitusjoner. Det er mest variert for bankene, mens færre bestemmelser kan anvendes overfor forsikring, finansieringsselskaper og kredittforetak. Selv om dette er et forhold som relativt raskt kan forandres ved lovendring, har det bidratt til større forskjeller i virkemiddelbruken gruppene imellom enn det hensynet til den penge- og kredittpolitiske styring skulle tilsi. Dette har også i betydelig grad påvirket konkurransesituasjonen institusjonene imellom.

Dels for å unngå de kostnadmessige følgene av kredittpolitikken og av lovbestem-



melser ellers – men også som et resultat av innovasjonsprosessen på finansmarkedet – har særlig banker og finansieringsselskaper i økende grad engasjert seg i off-balance aktiviteter der risikoprofileringen ikke kommer direkte til uttrykk gjennom finansinstitusjonenes balanse. I dag er det stort sett opp til selskapene selv å sørge for forsvarlig kapitaldekning av slik off-balance aktivitet. I mange land har myndighetene pålagt institusjonene kapitaldekningskrav for disse aktivitetene, noe som for tiden er under vurdering også i Norge.

#### *Vurderinger av den aktuelle arbeidsdeling og konkurransesituasjon*

Senere års utviklingstedenser, f.eks. målt ved utlån fordelt på låntakergrupper og etter långivergrupper, gir ikke noe entydig svar på hvilke grupper av finansinstitusjoner som har vært mest konkurransedyktige hittil i 1980-årene. Det synes likevel klart at det i første rekke er forretningsbankene som har overtatt statsbankenes reduserte markedsandeler. Sparebankene har opprettholdt sin posisjon i personkundemarkedet, mens finansieringsselskapene har styrket sin rolle i næringslivs-markedet. Forsikring og kredittforetak har stort sett hatt uendrede andeler fra 1981 til 1986.

I utgangspunktet setter de lover finansinstitusjonene er underlagt, ulike rammebetingelser, noe som kan påvirke deres konkurransedyktighet og markedsandelsutvikling. Banklovene gir størst rom for en mangslungen finansvirksomhet. I og med konseksson kan en bank ta opp en hvilken som helst aktivitet som det er vanlig eller naturlig at banken driver. Finansieringsvirksomhetsloven er derimot mer utformet med sikte på å være en spesialselskapslov, der det enkelte selskap trenger særskilt samtykke til å ta opp de forskjellige typer av virksomhet. En gjennomgående svært generell vedtektsutforming og klare tendenser til å utvide aktivitetsområdet har imidlertid undergravd lovens opprin-

nelige intensjon, og skapt grunnlag for en gradvis utvisking av skillelinjene mellom banker og finansieringsselskaper. I realiteten har finansieringsvirksomhetsloven neppe virket særlig mer begrensende enn banklovene. Forsikring og kredittforetak har derimot i større grad holdt seg innenfor sine tradisjonelle virksomhetsområder, noe som trolig er en følge av de lovmessige beskrankninger disse gruppene opererer innenfor.

Ut fra en samlet vurdering kan mye tale for at myndighetenes kredittpolitiske virkemiddelutforming har hatt større betydning for finansinstitusjonenes og det uregulerte kredittmarkeds markedsutvikling enn de øvrige lovmessige rammebetingelser. Eksempelvis kan finansieringsselskapenes sterke markedsandelsgevinst i 1982–83 tilskrives at de i denne perioden ble lempeligere regulert enn bankene. Det motsatte var tilfelle under dereguleringsårene 1984–85, da indirekte styring av bankenes utlån la forholdene til rette for en kraftig utlånseksponasjon. Videre må forsikringsselskapenes høyere andel av kapitalakkumulasjonen i første halvdel av 1980-årene enn i 1970-årene, sees i sammenheng med at skattereglene favoriserte forsikringsparing. Tilsvarende kan kredittforetakenes markedsandelsgevinst i begynnelsen av 1980-årene forklares ved at adgangen til å ta opp lån på det innenlandske obligasjonsmarked ble liberalisert. Kredittforetakenes markedsandelstap siden 1984 reflekterer særlig bankenes ekspansjon, som for en stor del skjedde til husholdningssektoren, der kredittforetakenes virksomhet er begrenset til kvoteregulerte boliglån. Dette illustrerer en vesentlig svakhet ved direkte regulering. Stramheten i de reguleringer finansinstitusjonen møter, og ikke dens effektivitet og dyktighet, blir avgjørende for konkurranseposisjonen.

Omleggingen av kredittpolitikken fra begynnelsen av 1986 i retning av mer direkte regulering har foreløpig i relativt beskjeden grad påvirket de ulike institusjoners markedsposisjoner. Den registrerte utlånsutvikling gjennom 1986 skjuler imidlertid betydelig underliggende vekst og svingninger i ulike



former for avlastningslån. Siste års reguleringspregede penge- og kredittpolitikk har i utstrakt grad stimulert aktiviteten på det uregulerte kredittmarked.

Dels for å unngå eller svekke kredittpolitiske eller andre lovmessige beskrankninger har det i de senere år funnet sted en markert utvikling i retning av vertikal integrasjon på finansmarkedet. De fleste forretningsbankene og stadig flere sparebanker har etablert hel- eller deleide finansieringsselskaper. Mange forretningsbanker har dessuten eierposisjoner i kredittforetak, og sparebankene eier blant annet Sparebankenes Kredittselskap. Forsikringsselskapene står som eiere av de største finansieringsselskapene, samtidig som enkelte har utviklet ulike former for samarbeidsprosjekter med banker. Banker, forsikring og finansieringsselskaper har videre bygd opp betydelig aktivitet på det uregulerte finansmarked, dels støttet opp av egne kredittforsikringsselskaper.

Graden av vertikal integrasjon innebærer at enkelte finansinstitusjoner har vesentlig større samlet markedsrett enn det morselskapets aktivitet isolert sett indikerer. Den omfattende vertikale integrasjon betyr dessuten at direkte kredittreguleringer o.l. overfor enkeltgrupper av finansinstitusjoner i stor grad kan omgås ved avlastning til andre markeder. Den såkalte verdipapirisering av penge- og kapitalmarkedet har ytterligere bidratt til denne utviklingen. Eksempelvis har bankene i økende grad satset på formidling av kreditt direkte mellom kunder og der ved utenfor egen balanse. Som «market makers» i emisjoner, og ved å stille fulltegningsgarantier har de kunnet øke sin inntjening uten å ta lån inn i balansen. Nåværende vertikale eierstruktur og tendens til svekkede bransjeskiller understreker i det hele nødvendigheten av en mer direkte og generell utforming av penge- og kredittpolitikken. Dette både for å øke effektiviteten av penge- og kredittpolitikken og for å få mer like konkurransevilkår institusjonene imellom.

### *Enkelte hovedtrekk i utlandet*

Selv om samme hovedtendenser gjør seg gjeldende i finansmarkedene i de fleste industriland, er forskjellene landene imellom likevel markerte — ikke minst med hensyn til den faktiske utforming av lovbestemmelser og kredittpolitisk virkemiddelbruk. Grovt sett har den norske finansstrukturen mange felles trekk med øvrige nordiske land, kontinental-Europa og Canada, mens forskjellene er større i forhold til Storbritannia og USA — land vi ofte sammenligner oss med i slike sammenhenger.

I USA har strukturen i finansvesenet vært sterkt preget av spesielle innskuddsrentebestemmelser, skillet mellom bank og obligasjonsmarked, lokalstatlige regler, m.v. I Storbritannia har finansinstitusjonene tradisjonelt vært svært spesialiserte og lite integrerte. Både i USA og Storbritannia har det de siste årene funnet sted en rekke lovendringer som har lagt forholdene til rette for en utvikling i retning av et «universelt finanssystem».

Finansstrukturen i Canada har mange felles trekk med Norge, og myndighetene har nylig gjennomført en omfattende utredning, «The regulation of Canadian financial institutions. Proposals for discussion». I større grad enn i Løningutvalgets rapport behandler utredningen strukturelle spørsmål. Et sentralt forslag er å åpne for kombinasjoner av bank og andre finansinstitusjoner under paraplyen av et holdingselskap. I utredningen legges det også stor vekt på å styrke myndighetenes kontroll- og tilsynsfunksjoner.

I de fleste OECD-land praktiseres separasjonsprinsippet hva angår sammenblanding av forsikrings- og bankvirksomhet. Dette betyr ikke at alle land forbyr Eiermessig integrasjon mellom disse virksomhetsområder. I land som f.eks. Australia, Vest-Tyskland, Luxembourg, Spania, Sveits og Storbritannia kan banker fritt ha Eierandeler i forsikringsselskaper. Tilsvarende kan forsikringsselskaper i disse land fritt ha Eierandeler i banker og i enkelte andre typer finansinstitusjoner. I Danmark aksepterer man holdingselskaper

som eiermessig overbygging mellom bank og forsikring.

Mange land har i dag forskjellige regler for hvem som kan være medeier i bank og graden av eierkonsentrasjon. I Sverige kan f.eks. banker ikke eie aksjer i andre banker, men i finansieringsselskaper. I Italia kan ikke banker ha eierinteresser i industri, men det er ingen regler som begrenser eierinteresser i andre banker. I Belgia er det f.eks. ingen begrensning for hvem som kan eie bankaksjer.

Et annet forhold som vies stor interesse også i utlandet, er graden av sammenblanding av finansierings- og annen næringsvirksomhet. For eksempel kan franske, tyske og britiske banker i dag fritt eie aksjer/andeler i alle typer næringsvirksomhet, mens USA, Canada og de nordiske land har gjennomført et relativt strengt skille mellom bank og annen næringsvirksomhet.

På samme måte som i Norge har nye markeder og instrumenter oppstått, blant annet for å omgå gjeldende penge- og kredittbestemmelser. Lovverkets og kredittpolitikens virkeområde har som følge av dette ofte blitt utvidet, dels ved å redusere incentivene til omgåelser og dels ved å utvide reguleringsene til flere instrumenter og institusjoner. Hovedtendensen har i de fleste land likevel gått i retning av å gjøre virkemiddelbruken mer incentiv- og markedsorientert. I Vest-Tyskland har virkemiddelbruken i en årrekke vært markedsorientert uten innslag av direkte reguleringer som diskriminerer mellom ulike finansinstitusjoner. Dette fremholdes som årsak til det beskjedne omfang av strukturendringer og nyetableringer av institusjoner. Bruken av såkalte off-balance aktiviteter har også vært relativt mindre enn f.eks. i Storbritannia og USA. Da bankvirksomhet i Vest-Tyskland er underlagt liberale rammebetingelser, er det lite behov for å skape alternativer for å omgå reguleringer.

### *Synspunkter på fremtidig arbeidsdeling og konkurransesituasjon på finansmarkedet*

Løningutvalgets utredning og de konkrete forslag som fremmes i Ot.prp. nr. 41 (1986-87), tar som nevnt i hovedsak eksisterende bransjeskiller for gitt. (Hovedpunktene i Ot.prp. nr. 41 er presentert i Penger og Kreditt 1987/2, Økonomisk oversikt — kapittel 3.) Selv om de fleste lovforslagene i Ot. prp. nr. 41 fortøner seg fornuftige og vil bidra til å opprettholde og styrke konkurranseforholdene på finansmarkedet, tar de i liten grad hensyn til senere års utviklingstendenser på finansmarkedet. Den bebudede vurdering av finansieringsselskapenes rolle og av spørsmålet om felles eier for bank og forsikring imøtekommer i noen grad denne innvendingen. Det er likevel ihvertfall behov for å gjennomgå finansmeglernes fremtidige rolle og avklare skillelinjene mellom finansvirksomheten til finansinstitusjoner og ikke-finansinstitusjoner. Mye kan tale for at det er behov for mer fundamentale lovendringer enn det legges opp til i Ot. prp. nr. 41. Løningutvalgets omfattende og grundige utredning har imidlertid lagt forholdene til rette for at eventuelle nye utredninger kan bli av vesentlig mer begrenset omfang.

Hvilken funksjonsfordeling som vil prege et fremtidig norsk finansmarked, vil dels avhenge av hva som kommer ut av Finansdepartementets bebudede vurderinger. Eksisterende lovmessige rammebetingelser er imidlertid ikke lenger i samsvar med den faktiske situasjon på finansmarkedet. Mye kan i det hele tyde på at senere tids strukturendringer vil fortsette selv om det ikke gjennomføres særlige lovmessige endringer. Det burde likevel være et mål i seg selv å bringe lovmessige rammebetingelser mer i samsvar med den faktiske situasjon.

Den økonomiske utviklingen i årene fremover vil også være avgjørende for hvilke utviklingstendenser som vil finne sted på finansmarkedet. Eksisterende ubalanse i norsk økonomi nødvendiggjør trolig en stram økonomisk politikk i flere år fremover.



En kan frykte at dette gir et press for igjen å bruke direkte reguleringer i større grad. Imidlertid må det understrekes at en fortsettelse av prosessen med deregulering og mer markedsrettede virkemidler er essensielt for å lette gjennomføringen av en stram penge- og kredittpolitikk. I tillegg kan trolig bare et konkurransepreget kredittmarked gi positive bidrag til den effektivisering av tilbudssiden i norsk økonomi som er nødvendig for å minske vår oljeavhengighet. Nye reguleringer vil gi liten plass for markedsbestemt utvikling og finansielle innovasjoner innenfor Norges grenser. I så fall er det fare for at norske finansinstitusjoners innovasjoner og kreative løsninger i hovedsak vil skje utenlands.

Uavhengig av det som skjer i kjølvannet av Ot.prp. nr. 41 er det i årene fremover rimelig å vente at norske finansinstitusjoner vil øke sitt engasjement i utlandet. Det kan også ventes større aktivitet fra utenlandske finansinstitusjoner i Norge. Alt tyder i det hele på at konkurransen fra utenlandske finansinstitusjoner – enten de er etablert i Norge eller i utlandet – vil tilta i tiden fremover. Finansvirksomhet vil i økende grad få karakter av en konkurranseutsatt næring. Norsk næringsliv har tradisjonelt gjort mye bruk av utenlandske banker, ikke minst gjelder det de store eksportbedriftene og norsk skipsfart.

De konkrete lovforslag som fremmes i Ot.prp. nr. 41 vil i beskjeden grad påvirke de strukturspørsmål som i dag er mest aktuelle for den fremtidige utvikling av det norske finansmarkedet. Dersom de bebudede utredninger om finansieringsselskapenes rolle og eierforholdet bank og forsikring utvides til det uregulerte kredittmarked, kan det imidlertid i løpet av de nærmeste år finne sted betydelige endringer i rammebetingelsene og funksjonsfordelingen. Som fremholdt har mange finansieringsselskaper en virksomhet som ligner på den bankene driver. På den annen side har virksomheten til nyetablerte forretningsbanker og til enkelte utenlandske banker større fellestrekk med finansieringsselskapenes og finansmeglernes aktivitet enn med tradisjonell bankvirksomhet. En løsning vil kunne være å underlegge fullfinansierings-

selskapene samme lovgivning som forretningsbankene, og forbeholde finansieringsvirksomhetsloven for spesialfinansieringsselskaper.

Den formidlings- og lånetransformasjonsvirksomhet som mange finansmeglerfirmaer driver – kombinert med finansinstitusjonenes lånegarantier, gjenkjøpsavtaler og kredittforsikringsordninger – har langt på vei visket ut skillelinjene mellom markedslån og banklån. Dette reiser spørsmål om f.eks. finansmeglerfirmaene bør reguleres ved at virksomheten konsolideres med eierskapet (for de største finansmeglerne er dette banker) eller ved at de i større grad legges inn under lov om finansieringsvirksomhet.

Både bank og forsikring kan i dag eie finansieringsselskap og finansmeglerfirmaer, men kan ikke eie hverandre. En holdingselskapsmodell vil kunne løse opp forbudet mot felles eier av bank og forsikring, og vil kunne styrke norske finansinstitusjoners internasjonale konkurransevne. I den kanadiske finansmarkedsutredningen blir holdingselskapsløsningen vurdert som den ønskede organisasjonsmodellen når det er aktuelt med et bredere tilbud av finansielle tjenester.

Senere års økte virksomhet på det uregulerte marked avspeiler også større finansaktivitet i ikke-finansielle bedrifter. Forslagene i Ot.prp. nr. 41 vil gi strengere eierbegrensninger mellom finansinstitusjoner og andre næringer, og føre til at en unngår såkalt bankiervirksomhet. Soliditetshensyn og viktigheten av uavhengighet mellom kredittytende og andre institusjoner tilsier likevel en ytterligere gjennomgang og avgrensning av næringslivets finansvirksomhet. Mange norske bedrifter opererer i dag med former for finansvirksomhet som har mange fellestrekk med det som gjøres i konsesjonspliktige finansinstitusjoner. Mye kan tale for at finansvirksomhet overfor en ubestemt kundekrets i større grad enn det som i dag er tilfelle, bør forbeholdes konsesjonspliktige finansinstitusjoner.

En hovedkonklusjon i de utredninger som de siste årene er publisert i flere industriland, er at det er ønskelig med klarere skillelinjer



mellom virksomheten til finansinstitusjoner og ikke-finansinstitusjoner. Flere land har erfaring for at det er uheldig med for sterk sammenblanding av generell finansvirksomhet og annen næringsvirksomhet. Derimot knytter det seg større uenighet til om det er behov for eierbegrensninger o.l. mellom ulike kategorier av finansinstitusjoner.

Under forutsetning av at sikkerhetsmessige og soliditetsmessige krav er oppfylt for de spesielle formene for finansvirksomhet, bør det vanligvis være stor frihet med hensyn til hvilke selskapsformer som velges. I de utredninger som nylig er presentert i USA og Canada går hovedskillet mellom finansinstitusjoner og ikke-finansinstitusjoner, samtidig som finansinstitusjoner er splittet opp i bank og ikke-bank. Hovedforskjellen mellom bank og ikke-bank går på innskudd fra allmennheten og oppgaver innen betalingsformidling, men det foreslås ingen eierbegrensninger gruppene imellom.

En struktur for finansinstitusjonene etter et slikt mønster er verdt å vurdere også for Norge. I den grad en frykter at dette vil svekke konkurransen, kan den ivaretas ved at myndighetene til enhver tid passer på at det er et tilstrekkelig antall aktører med variert eierstruktur i markedet. En ytterligere gradvis liberalisering av utenlandske finansinstitusjoners adgang til å ha virksomhet i Norge og av næringslivets adgang til å bruke finansinstitusjoner i utlandet kan medføre at konkurransen i det norske marked opprettholdes selv om det skulle bli en noe større konsentrasjon blant norske institusjoner. Bare utvikling av finansvesenet til en konkurranseutsatt næring kan på sikt sikre at det norske finansvesen er like godt som utenlandske alternativ.

#### *Myndighetenes rolle i et fremtidig finansmarked*

En utvikling i retning av det som er skissert ovenfor vil nødvendiggjøre mer bruk av generelle kredittpolitiske virkemidler. Selektive virkemidler, reguleringer, m.v. vil være mindre aktuelt i et mer markedsorientert system. En slik utvikling vil nødvendiggjøre

at Norges Bank må styrke sin innsikt på dette området og får utvide sine muligheter til å operere på penge- og kredittmarkedet.

Økt grad av innovasjoner og reduserte bransjeskiller m.v. vil gjøre det mer nødvendig å overvåke institusjonenes soliditet. Tilsynsmyndighetene vil måtte styrke sin innsats på dette området både i Norge og over landegrensene. Det vil i den sammenheng bli gjort mer bruk av omfattende stikkprøvekontroller. Federal Reserve i USA er et eksempel på en sentralbank som utøver stor aktivitet på dette området. Økt bruk av informasjonsteknologi vil styrke kontrollmulighetene. På den annen side kan færre direkte reguleringer og mer like rammebetingelser for ulike typer institusjoner lette tilsynsoppgavene. Incentivene for omgåelser og bruk av off-balance aktiviteter kan bli mindre. Oppbygging av Verdipapirsentralen, betalingsformidlingsutviklingen osv. peker i retning av at det totalt sett blir lettere for myndighetene å føre tilsyn — gitt at de utvikler de rette informasjonssystemene og rapporteringsprosedyrene.

Både Kredittilsynet og Norges Bank vil i årene fremover bli mer aktive observatører på finansmarkedet, og vil legge større vekt på å følge med i det som skjer i de enkelte finansinstitusjoner. Dette er oppgaver som allerede utføres av de fleste vestlige sentralbanker og tilsynsmyndigheter.

#### *Avslutning*

Norske finansinstitusjoner er bare i begynnelsen av en fase med store strukturelle endringer. Tradisjonelle rollefordelingsmønstre på finansmarkedet er i ferd med å brytes ned som følge av de nye utviklingstendensene. I betydelig grad er dette en utvikling som gjør seg gjeldende også i andre land. Det er i den sammenheng avgjørende at myndighetene utformer rammebetingelser som er i pakt med ønskede utviklingstendenser på finansmarkedet. Forslagene i Ot. prp. nr. 41 (1986-87) representerer bare et første, men et viktig skritt i denne retning.

# Valutakurssvingninger og utenrikshandel

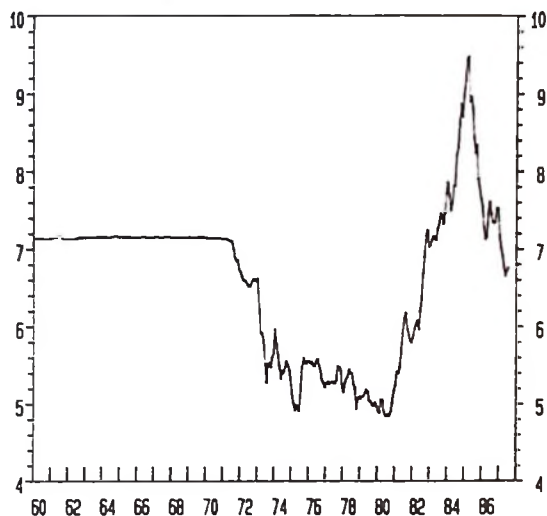
Odd Per Brekk, «economist» i Det internasjonale Valutafondet<sup>1)</sup>

*Svingninger i valutakursene kan måles på ulike måter, som hver for seg kan være relevante for ulike virksomheter. Uansett valg av mål, viser beregninger for variabilitet i kronkursen at sammenbruddet av Bretton Woods-systemets fastkurs system var et tidsskille. Det var en klar økning i kortsiktig kursvariabilitet for kronen fra årene 1961–70 til 1974–86. Økt kursvariabilitet har tradisjonelt vært ansett å hemme den internasjonale handelen. For å undersøke om dette har vært tilfellet for Norge, er det foretatt regresjoner på noen enkle eksportrelasjoner, utvidet til å inkludere mål på kursvariabilitet. Mens etterspørselsveksten i markedslandene synes å ha en klar effekt på norsk eksport, er resultatene mer uklare med hensyn til kortsiktige kursfluktuasjoner.*

## Innledning

Et framtrødende utviklingstrekk på de internasjonale valutamarkedene etter Bretton Woods-systemets sammenbrudd, er at kursene på hovedvalutaene har vist større svingninger. En følge av dette er at mindre land også har måttet akseptere større bilaterale kurssvingninger for sine valutaer. Avhengig av valg av kursordning har ulike land oppnådd ulike typer og ulik grad av «kursstabilitet». I perioden etter at fastkurssystemet brøt sammen, valgte Norge først å delta i det europeiske slangesamarbeidet. Dette innebar tilnærmet fast kronkurs overfor de andre deltakervalutaene i samarbeidet, mens kronen var «flytende» overfor øvrige valutaer, så som amerikanske dollar (USD). Etter 1978 har en praktisert en kurvordning for kronen, og dermed knyttet kronen til et gjennomsnitt av flere valutaer. Figur 1, som viser kronkursutviklingen overfor USD, illustrerer den endrete situasjonen i valutamarkedet. Siden begynnelsen av 1970-årene har en sett økte svingninger over kortere perioder, samtidig

Figur 1. Kursutviklingen på den norske kronen overfor amerikanske dollar. NOK pr. USD



som det også har vært større kursvariasjoner over perioder på flere år.

I norsk valutakurspolitikk har en tradisjonelt lagt stor vekt på å oppnå «kursstabilitet» for kronen, noe som har kommet til uttrykk i de valg av kursordninger for kronen som er gjort. En annen indikasjon på den vekt som stabile kursforhold er tillagt, er den holdning Norge har inntatt i diskusjoner om det internasjonale valutakurssystem i internasjonale fora.

<sup>1)</sup> Artikkelen ble skrevet mens forfatteren var ansatt i Økonomisk avdeling i Norges Bank. Takk til blant andre Harald Bøhn og Gunnvald Grønvik for nyttige merknader. Synspunktene er forfatterens egne.

Hensikten med denne artikkelen er å drøfte begrepet «kurssvingninger» og å gi en gjennomgang av sammenhenger mellom *kortsiktige* kurssvingninger og utenrikshandelen. Med kortsiktige svingninger menes her svingninger innenfor en tidshorisont på inntil ett år. Dette betyr at mer varige avvik i valutakursene i forhold til de underliggende, realøkonomiske forhold ikke behandles.

Det etterfølgende kapittel drøfter ulike mål på observert kursvariabilitet som indikator for kursusikkerhet, og beregninger for variabiliteten i kronekursen presenteres. Kursvingningenes virkning på internasjonal handel har vært et sentralt emne for den empiriske forskningen på dette feltet. Hensynet til utenrikshandelen har også vært et sentralt argument når norske myndigheter har lagt vekt på «kursstabilitet» for kronen. Det antas at økt stabilitet gir redusert usikkerhet, og dermed fremmer utenrikshandelen. Dermed øker gevinstene ved den spesialisering som muliggjøres gjennom internasjonalt varebytte. Dette har vært ansett som særlig viktig for små, åpne økonomier som den norske. På denne bakgrunnen har en i det derpå følgende kapittel forsøkt å vurdere kursvariabilitetens betydning for norsk utenrikshandel, gjennom estimering av noen enkle eksportrelasjoner.

#### *Kursvariabilitet og usikkerhet*

*Ulike mål på kursvariabilitet.* For ulike typer økonomisk aktivitet vil forskjellige mål på kursvariabilitet være relevant. I det følgende vil vi konsentrere oss om eksportører og importører. Vi antar at økt observert kursvariabilitet kan tas som uttrykk for økt usikkerhet knyttet til fortjenesten.

Dette er imidlertid ikke en uproblematisk antakelse. For det første er ikke kursvariabilitet den eneste kilde til usikkerhet forbundet med eksport og import. Også endringer i andre variable kan gi opphav til usikkerhet. Slike endringer i andre relevante variable kan ofte bidra til å motvirke den usikkerhet nomi-

nelle kurssvingninger representerer. Et eksempel på dette er en valuta som styrkes som følge av en sterkere pris-/kostnadsstigning i markedslandene enn i hjemlandet. Hvis kursendringen nøyaktig motsvarer forskjellene i pris-/kostnadsstigning, vil realkursen være uendret. Dermed vil ikke økte nominelle kurssvingninger nødvendigvis gi uttrykk for økt usikkerhet knyttet til fortjenesten. Videre, dersom den nominelle kurs på en valuta holdes helt stabil mens renten innrettes for å oppnå dette, vil dette kunne gi opphav til rentesvingninger i takt med endringer i kursforventninger, og dermed til usikkerhet. Usikkerheten vil da være knyttet til rentekostnadene og ikke til valutakursen.

Et annet problem er at hvorvidt økte kursvingninger (nominelt eller reelt) kan tolkes som økt kursusikkerhet avhenger av aktørenes evne til å forutse framtidig kursutvikling. I et yttertilfelle, der aktørene har perfekt kunnskap om framtidige kursforhold, vil det ikke eksistere noen kursusikkerhet. Dermed betyr heller ikke en økning i observerte kursfluktasjoner økt kursusikkerhet. De ulike kommentatorers spådommer om valutakursene gir imidlertid neppe noe holdepunkt for å si at perfekt kunnskap er videre utbredt på dette området. Likevel kan observerte kursfluktasjoner overvurdere faktisk kursusikkerhet, dersom aktørene *i noen grad kan* forutse kursendringene riktig.

Det ideelle mål på kursusikkerhet bør derfor gi uttrykk for kursendringer som ikke er forventet. Problemet med å finne en god indikator for kursforventninger har gjort at empiriske studier ofte nytter observerte kurssvingninger som mål på kursusikkerhet<sup>2</sup>). Dette vil også være tilnæringsmåten i det følgende.

Dersom en eksportør (importør) kun eksporterer til (importerer fra) ett land, for eksempel Vest-Tyskland, *vil variasjoner i bilateral kronekurs* (overfor tyske mark) være relevant for denne ene eksportøren (importøren). Dersom en ønsker et uttrykk for den kursusikkerhet den totale norske eksport eller

<sup>2</sup>) Se f.eks. IMF (1984), *Exchange Rate Volatility and World Trade*, Occasional Paper No. 28.



import står overfor, vil det interessante målet være et veid gjennomsnitt av variabiliteten i bilaterale kurser, veid med handelsvekter. Dette gjennomsnitt vil i det følgende kalles «effektiv variabilitet». Et problem med målet er at en ikke får tatt hensyn til om de ulike bedrifter har diversifisert sin virksomhet. Målet bygger på at hver enkelt bedrift kun opererer i ett marked, eller at den enkelte bedrifts spredning på markeder er konstant.

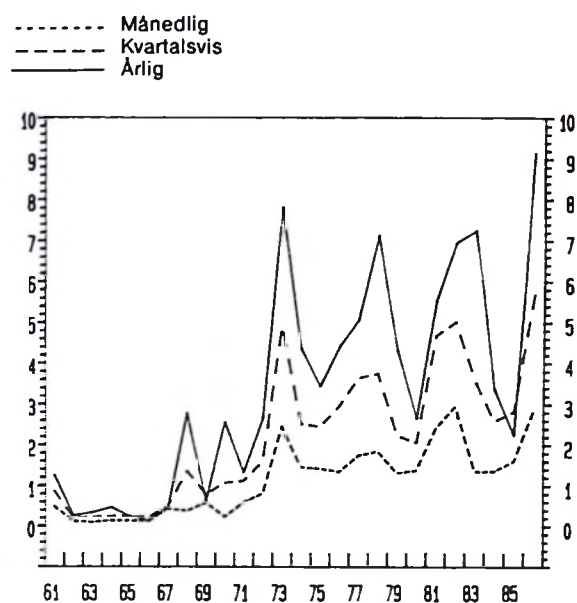
En virksomhet som har handel med flere land, kan imidlertid spre kursrisikoen. For en slik bedrift kan variabiliteten i *effektiv* – *gjennomsnittlig* – *kronekurs* være relevant. Generelt kan en si at dess større diversifisering på markeder norske eksport- og importbedrifter har, dess mer relevant er variabiliteten i effektiv kurs.

Et annet forhold som påvirker relevansen av ulike variabilitetsmål, er mulighetene for sikring mot framtidige valutakursendringer. Slik sikring kan for eksempel foretas gjennom å inngå valutatermin- eller opsjonskontrakter. Generelt er slike markeder best utviklet for korte løpetider. Dette kan svekke relevansen av kortsiktig variabilitet som mål på kursusikkerhet. Kursusikkerheten kan allikevel påvirke fortjenesten, men da gjennom den pris som betales for slike kontrakter.

Et tredje spørsmål er om det er svingninger i *nominelle eller reelle valutakurser* som best uttrykker kursusikkerheten. Også her vil tidsaspektet spille en rolle. Over kortere perioder, der avtaler og produksjonsutstyr ligger fast, kan nominell variabilitet være viktigst, mens over perioder som er så lange at det inngås nye avtaler og fattes investeringsbeslutninger, kan svingninger i realkursene være et mer relevant mål på usikkerhet.

**Beregningsresultater.** Gjennomgangen foran viser at forskjellige variabilitetsmål kan være relevante for ulike typer virksomhet. Vi har derfor beregnet flere variabilitetsmål for kursen på den norske kronen. Det er beregnet månedlige, kvartalsvise og årlige endringer i nominelle og reelle valutakurser for årene

Figur 2. Nominell «effektiv variabilitet». Prosent

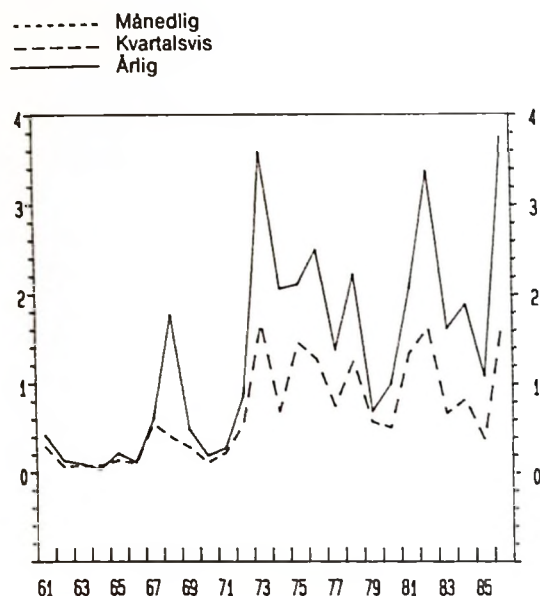


etter 1961. På grunnlag av bilateral variabilitet overfor DEM, SEK, GBP og USD (dvs. de viktigste kurvvalutaene) er det beregnet «effektiv variabilitet» (med handelsvekter). Det er foretatt beregninger av variabilitet både i nominell og reell effektiv kronekurs. Månedlig og kvartalsvis variabilitet er beregnet som tallverdien av prosentvis endring i forhold til gjennomsnittet for foregående 3 måneder eller kvartal. Årlige endringer er beregnet fra et år til neste. Ved «adaptive valutakursforventninger» er dette indikatorer for den framtidige utviklingen i kursusikkerheten.

Figur 2 viser effektiv variabilitet i nominell kronekurs. En ser at variabiliteten i kronekursen viser betydelige forskjeller over tid. Bretton Woods-systemets sammenbrudd representerer et tidsskille. Veid kursvariabilitet var 5–7 ganger større i årene 1974–86 («flytekursperioden») enn i årene 1961–70 (med Bretton Woods-systemet i funksjon).

Det har vært hevdet at den kursstabilitet som etterfulgte Bretton Woods-systemets sammenbrudd, kun ville være forbigående. En «læreprosess» ville etterhvert sikre at kursene utviklet seg mer stabilt. Det er ikke mulig å spore noen slik tendens. Kursvariabiliteten

Figur 3. Reell «effektiv variabilitet». Prosent

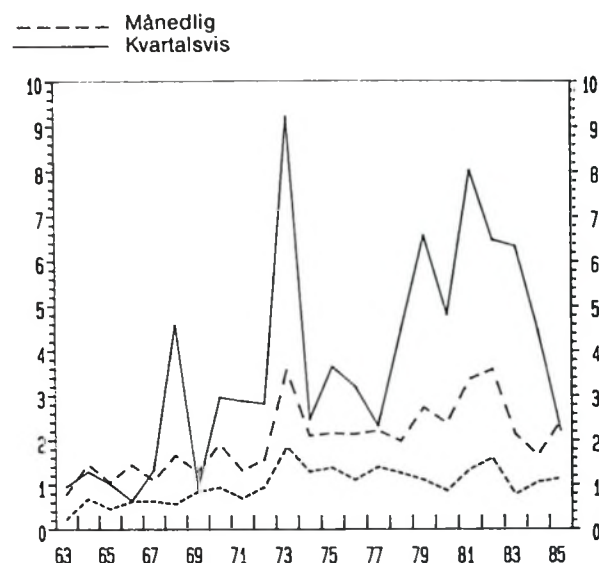


har vist betydelige endringer fra år til år, men har ikke vist noen nedadgående tendens. En mulig forklaring på dette er at selve «flytekurssystemet» kan gi opphav til svingninger som forsterker seg selv.

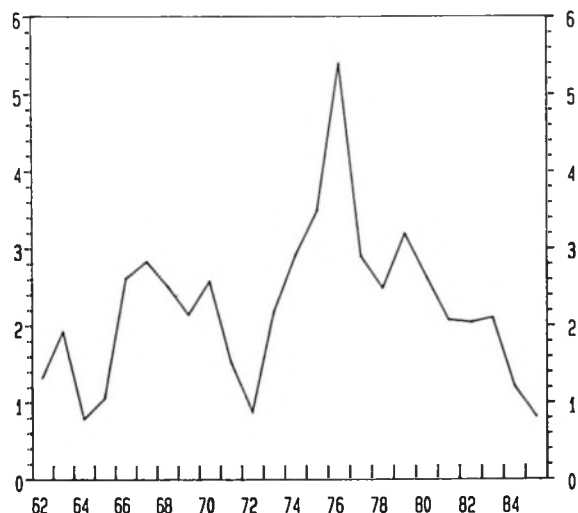
Figur 3 viser tilsvarende beregninger for effektiv variabilitet i reell kronekurs. De nominelle kurser er deflatert med konsumprisindekser. Også her representerer overgangen til «flytekurssystemet» et skille, selv om dette er mindre markert enn tilfellet er for de nominelle kurser. Veid reell variabilitet ble således om lag fordoblet fra perioden 1963–70 til perioden 1974–85.

Beregningene av variabilitet i effektiv kronekurs er gjengitt i figur 4 og 5. Mens variabiliteten i nominell effektiv kronekurs (månedlig og kvartalsvis) ble om lag femdoblet fra Bretton Woods-til «flytekurs»-perioden, viser ikke utviklingen i variabiliteten i reell effektiv kurs et så klart mønster. Dessuten har det vært en tendens til avtakende variabilitet i reell effektiv kurs fra midten av 1970-årene. Det har altså vært en klart mindre økning for reell enn for nominell variabilitet i effektiv kronekurs. En mulig forklaring på dette kan en finne i den «akkomoderende» valutakurs-

Figur 4. Variabilitet i nominell effektiv kronekurs. Prosent



Figur 5. Variabilitet i reell effektiv kronekurs. Prosent



politikken Norge har ført siden midten av 1970-årene. Siden 1976 er kronen nedjustert 9 ganger, og det er vel riktig å si at den relative kostnadsutviklingen har vært en hovedårsak til justeringene når en ser perioden under ett. En slik politikk innebærer at nominell kursstabilitet oppgis, for at en skal oppnå reell stabilitet.

## *Eksport og kursvariabilitet*

Som foregående kapittel viser, har det generelt vært en meget klar økning i kursvariabiliteten for den norske kronen etter fastkurs-systemets sammenbrudd ved inngangen til 1970-årene. Dette er neppe særlig overraskende, og også i samsvar med hva tilsvarende beregninger for andre valutaer har vist (jfr. f.eks. IMF op.cit.).

Flytekursperioden har falt sammen med en periode med svakere vekst i verdenshandelen enn tidligere, og det har vært hevdet at nettopp de økte valutakursfluktuasjonene i disse årene har bidratt til dette.

Slike fluktuasjoner kan *teoretisk* virke *direkte* på aktørenes tilpasning og dermed utenrikshandelen gjennom økt usikkerhet, idet økt usikkerhet ved risikoaversjon kan lede til en reduksjon av etterspurte og tilbudte kvanta av varer og tjenester. De kan også virke *indirekte*, via økte omstillinger og friksjon, vridninger i investeringer og produksjon over fra konkurranseutsatt til skjermet produksjon og via den økonomiske politikken.

*Empiriske* studier har imidlertid generelt ikke kunnet påvise noen klar sammenheng mellom kortsiktige kurssvingninger og internasjonal handel (jfr. IMF op.cit.).

Vi har gjort et enkelt forsøk på å tallfeste slike sammenhenger for Norge. Det er tatt utgangspunkt i en eksportlikning som søker å forklare eksportvolum eksklusiv råolje, naturgass, skip og plattformer.

Eksporten er antatt å avhenge av etterspørselen i utlandet, i tillegg til kursvariabiliteten for kronen. Som etterspørselsindikator er nyttet (veid) importvolum hos Norges 12 viktigste handelspartnere. I regresjonene er etterspørselsindikatoren for samme kvartal nyttet.

Det er nyttet månedlige og kvartalsvise variabilitetsmål i regresjonene, idet vi har villet konsentrere oss om *kortsiktig* kursvariabilitet. Både «effektiv variabilitet» og variabilitet i effektiv kurs er nyttet, og regresjoner er foretatt med så vel nominelle som reelle variabilitetsmål. Variabilitetsmålene er «lagget»

med 1 år. Dette representerer et enkelt forsøk på å ta hensyn til at tilpasningen til økt kursusikkerhet normalt kan ta en viss tid. Likningene må tolkes som redusert form av en mer omfattende modell, som spesifiserer tilbuds- og etterspørselsadferden.

Ved regresjonene er det brukt kvartalsdata. Regresjonene dekker 3 ulike perioder, nemlig årene 1964–70 (som representerer fastkursperioden), 1974–84 («flytekursperioden») og hele perioden 1964–84. Årene 1971–73 er utelatt i de «oppdelte» regresjonene, idet disse årene var preget av fastkurssystemets sammenbrudd, og dermed ikke kan sies å representere verken en fast- eller en flytekursperiode.

De viktigste konklusjonene er følgende:

Det er en klart signifikant sammenheng mellom eksportvolumet og *etterspørselsindikatoren*. For perioden 1964–84 under ett ligger elastisiteten generelt i overkant av 1, dvs. at ved 1% økning i etterspørselen øker eksportvolumet med i overkant av 1%.

Når det gjelder de ulike målene på kursvariabilitet, er resultatene blandete. Elastisitetene ligger i alle regresjonene nær null. Dette gjelder for alle periodeinndelinger. Videre er utsagnskraften liten (gjennomgående lave *t*-verdier<sup>3)</sup>). Den tilsynelatende svake sammenheng mellom eksport og kortsiktig kursvariabilitet er generelt i samsvar med tidligere undersøkelser for andre land (jfr. IMF op.cit.).

En kan tenke seg flere årsaker til slike resultater. En viktig årsak må antas å være at muligheten for å sikre seg mot kursendringer i valutaterminmarkedet over så vidt korte perioder som det her er snakk om (måned/kvartal), etter hvert er blitt gode, og valutareguleringen kun legger svake bin-

<sup>3)</sup> I de til sammen 21 regresjoner som er foretatt, er det i 6 tilfeller funnet en elastisitet for eksportvolumet med hensyn på kursvariabiliteten som er forskjellig fra 0 på 5% signifikansnivå. I disse tilfellene ligger elastisiteten typisk på -0,05 til -0,08.



dingen på slik sikring når den har sin bakgrunn i faktiske kommersielle transaksjoner som eksport. Et bedre utviklet terminmarked kan således ha motvirket effekten på eksporten av økte kursfluktuasjoner.

En annen mulig årsak har sammenheng med bedriftenes «strategiske type». Dersom eksportbedriftene er pristakere (i valuta) i sine markeder, vil økte kurssvingninger kunne gi *volumeffekter* via økt usikkerhet. I den grad bedriftene imidlertid er prissettere, kan de la *prisene* i valuta variere og således oppnå stabil pris målt i kroner, eller de kan sette prisene på mer langvarige kontrakter høyere enn de ellers ville gjort og således beregne seg en «forsikringspremie» for kursusikkerheten. Dermed vil en ikke på tilsvarende måte få volumeffekter som følge av kurssvingningene. For en vesentlig del av norske eksportbedrifter synes det rimelig å anta at de er prissettere, idet markedsandelene for en del industriprodukter er betydelige.

En tredje tolking er feilspesifisering i modellen. Et gjennomgående trekk ved regresjonene er at modellens forklaringskraft er større i fastkursperioden enn senere. Dette indikerer at utelatte variable har hatt større betydning i «flytekurs»-perioden. Det synes rimelig at oljeprissjokkene og i-landenes politikkrespons, ihvertfall til OPEC-I, har spilt en rolle her. Det samme gjelder nedbyggingen av ulike handelshindre fram til 1970-årene. I den sammenheng kan en også argumentere for at forhold i tilknytning til valutakursene kan ha hatt betydning. Et eksempel på dette er den økning i proteksjonistiske tendenser en har sett i 1980-årene. I USA har nok disse tendensene blant annet hatt sammenheng med den sterke dollarappresieringen.

Det kan til slutt være verdt å presisere at selv om en ikke kan påvise en klar sammenheng mellom kortsiktige kurssvingninger og eksport, kan en likevel ikke forkaste at det faktisk eksisterer slike sammenhenger.

# Oversikt over gjeldende kredittpolitiske bestemmelser i henhold til kredittloven av 25. juni 1965

Oppstillingen på de følgende sider har bare til formål å gi en oversikt over gjeldende kredittpolitiske bestemmelser. All praktisk anvendelse av bestemmelsene bør skje på grunnlag av rundskrivene fra Norges Bank. Listen er ajourført pr. 10. september 1987.

§§ 4— 6	Primære likviditetsreserver
§ 8	Tilleggsreserver
§§ 9—10	Plasseringsplikt
§ 11	Oppgaveplikt
§ 12	Utlånsregulering
§ 13	Oppgaveplikt over rente- og provisjonssatser
§ 15	Emisjonsregulering
§§ 12, 16 og 17	Regulering av lånegarantier

Norges Banks diskonto: Avskaffet 1. januar 1987

*Kredittlovens §§4–6. Likviditetsreserver for banker, finansieringsselskaper, livsforsikringselskaper, pensjonskasser og -fond*

**Primære likviditetsreserver**

	Primærreserver i prosent av beregningsgrunnlaget		Kgl. resolusjon
	Sor-Norge	Nord-Norge	
<i>Sparebanker</i>	Opphevet f.o.m. 1.6.87		1986–06–05
<i>Forretningsbanker</i>	Opphevet f.o.m. 1.6.87		1986–06–05
<i>Private finansieringsselskaper</i>	9	0	1986–06–05
<i>Livsforsikr.selskaper, pensjonskasser og -fond</i>	Opphevet f.o.m. 1.6.87		1986–06–05

Beregningsgrunnlag for finansieringsselskapene:

Netto leiefinansiering (leasing til publikum og private kredittforetak skjema 104, kode 031–033, 10, 141–20, kolonne 07	+ Ihendehaverobligasjoner skjema 104, kode 031–033, 10, 141–20, kolonne 01
+ Netto kundefordringer (factoring) til publikum og private kredittforetak skjema 104, kode 031–033, 10, 141–20, kolonne 12	+ Beregningspliktige lånesertifikater skjema 102, kodene 185+186+187–189

*Kredittlovens §8. Tilleggsreserver for banker*

**Tilleggsreserver**

Kgl. resolusjon: 1987–06–05

Tilleggsreserver for forretnings- og sparebanker for hver måned f.o.m. juli 1987

For vekst i beregningsgrunnlaget ut over utgangspunktet med inntil 13%	15%
For vekst i beregningsgrunnlaget ut over 13% over utgangspunktet	25%

Beregningsgrunnlag:

- Utlån til publikum (ekskl. PSV-lån, byggelån med attest eller konverteringstilsagn fra statens boligbanker, utlån etter lisens og kronelån til oljevirksomhet, men inkl. utlån (ekskl. PSV-lån) via omsetningsdokumenter utstedt av private kredittforetak)
- + Utlån til private kredittforetak (ekskl. utlån via omsetningsdokumenter)
- + Beholdning av private og kommunale ihendehaverobligasjoner (ekskl. obligasjoner lagt ut i henhold til lisens og ekskl. kronelån til oljevirksomhet)
- + Beholdning av lånesertifikater (ekskl. lånesertifikater til finansiering av oljevirksomhet)

Utgangspunkt:

Som utgangspunkt for beregningen av veksten i beregningsgrunnlaget regnes gjennomsnittet av summen av den enkelte banks beregningsgrunnlag og utestående byggelån med attest eller konverteringstilsagn fra statens boligbanker pr. utgangen av juni, juli og august 1985 til lagt et beløp tilsvarende 42 pst. av nevnte gjennomsnitt, og fratrukket den enkelte banks utestående byggelån med attest eller konverteringstilsagn fra statens boligbanker pr. 31. desember 1986. For forretningsbanker som i gjennomsnitt pr. utgangen av juni, juli og august 1985 hadde lavere beregningsgrunnlag enn 150 mill. kroner, settes gjennomsnittlig beregningsgrunnlag pr. utgangen av de nevnte måneder til 150 mill. kroner.

(Merk at det for utlånspostene er trukne lån som er med i beregningsgrunnlaget.)



*Kredittlovens §§9–10. Plasseringsplikt for banker, livsforsikringselskaper, pensjonskasser og -fond*

---

**Plasseringsplikt**

---

*Forretnings- og sparebanker*

Opphevet pr. 1/1–85

---

*Livsforsikringselskaper, private og kommunale pensjonskasser og -fond*

Opphevet pr. 1/7–85

---

*Kredittlovens § 11. Oppgaveplikt for private finansieringsselskaper, livs- og skadeforsikringselskaper*

---

**Oppgaveplikt**

---

<i>for private finansieringsselskaper</i>	Diverse oppgaver <sup>1)</sup> Lånegarantier	Finansdepartementets bestemmelse 1966–03–15 Finansdepartementets bestemmelse 1984–03–23
<i>for livsforsikringselskaper</i>	Diverse oppgaver	Finansdepartementets bestemmelse 1972–08–10
<i>for skadeforsikringselskaper</i>	Diverse oppgaver Lånegarantier	Finansdepartementets bestemmelse 1972–08–10 Finansdepartementets bestemmelse 1984–03–23

---

<sup>1)</sup> Fra og med juni 1984 skal alle finansieringsselskaper sende inn skjema 104 hver måned.

*Kredittlovens §12. Utlånsregulering for private finansieringsselskaper og skadeforsikringsselskaper*

---

**Utlånsregulering**

Kgl. resolusjon: 1987-06-05

---

*For private finansieringsselskaper*

som ved kontrolltidspunktet har utlån<sup>1)</sup> over 10 mill. kroner til andre formål enn leasing og factoring:

Utlån skal ved utgangen av hver måned ikke være høyere enn det høyeste av:

- a) 10% eller 7 mill. kroner over faktiske utlån til andre formål enn leasing og factoring ved utgangen av samme kvartal året før eller:
- b) 10% eller 7 mill. kroner over faktiske utlån til andre formål enn leasing og factoring 31. desember 1986.

Hvis faktiske utlån i 1986 har oversteget tillatte utlån, legges tillatte utlån ved kontrolltidspunktene i 1986 til grunn for beregning av tillatte utlån i 1987.

*For skadeforsikringsselskaper med utlån<sup>2)</sup> over 10 mill. kroner:*

Utlån kan fra 31.12.1986 til utgangen av 3. og 4. kvartal 1987 økes med:

- a) 5% av det laveste av faktiske og tillatte utlån ved utgangen av 1986, og i tillegg
- b) 25% av økningen i premieinntekt for egen regning fra gjennomsnittet for årene 1982 og 1983 til gjennomsnittet for årene 1984 og 1985, men ikke ut over det firedobbelte av det som er fastsatt under a).

Selskaper med negativ premievekst kan øke sine utlån i samsvar med punkt a).

---

<sup>1)</sup> Lån til statsforvaltningen, lån til andre finansinstitusjoner enn kredittforetak, lisensierte valutalån til innlendinger, lån til oljevirksomheten (herunder lånesertifikater) som er godkjent av Norges Bank under kronelånsordningen, samt lån til utlandet, regnes ikke med.

<sup>2)</sup> Unntatt herfra er lån til statsforvaltningen, lån til andre finansinstitusjoner enn kredittforetak, lån til oljevirksomheten (herunder lånesertifikater) som er godkjent av Norges Bank under kronelånsordningen, samt lån til utlandet.

*Kredittlovens §13. Oppgaveplikt over rente- og provisjonssatser*

---

**Oppgaveplikt**

Forretnings- og sparebanker, livs- og skadeforsikringsselskaper samt kreditt- og hypotekforeninger har oppgaveplikt til Norges Bank over hvilke rente- og provisjonssatser som nyttes ved inn- og utlån. Oppgaveplikten for disse institusjoner omfatter også melding til Norges Bank om enhver *endring* av de rente- og provisjonssatser som blir nyttet.

Finansdepartementets forskrift av 6. juli 1965, rundskriv av 15. juli 1965 fra Norges Bank. Oppgaveplikten ble ved Finansdepartementets bestemmelse av 23. mars 1966 utvidet til også å gjelde private finansieringsselskaper.

---

## Emisjonsregulering

Med hjemmel i lov av 25. juni 1965 nr. 2 om adgang til regulering av penge- og kredittforholdene har Finansdepartementet fastsatt forskrifter for obligasjonsmarkedet.

Det vises til gjengivelse av forskriftene i sin helhet i Norges Banks rundskriv nr. 13/1. juli 1987.

Nedenfor følger enkelte hovedbestemmelser:

### A Langsiktig opplåning

§1 Denne paragraf omhandler lån som tas opp av andre enn kredittforetak. Lån til valutainnlendinger mot utstedelse av ihendehaverobligasjoner kan tas opp uten forhåndssamtykke av Finansdepartementet hvis lånebeløpet utgjør 25 mill. kroner eller mer og lånet ikke berøres av bestemmelsene nevnt i §§ 4 og 5. Alle lån må legges ut til offentlig tegning.

§2 Lån mot utstedelse av konvertible obligasjoner kan tas opp uten samtykke av Finansdepartementet selv om lånebeløpet er mindre enn 25 mill. kroner.

§3 Denne paragraf omhandler lån som tas opp – og ytes – av kredittforetak. Finansinstitusjoner som etter sine vedtekter kan ta opp lån mot utstedelse av ihendehaverobligasjoner kan gjøre dette uten forhåndssamtykke fra Finansdepartementet når lånet ikke berøres av bestemmelsene i §§ 4 og 5. Det gjelder en minstegrense på 25 mill. kroner når kredittforetaket foretar en offentlig emisjon.

§4 Forretningsbanker, sparebanker og finansieringselskaper kan uten forhåndssamtykke ta opp lån mot utstedelse av ihendehaverobligasjoner med løpetid på inntil 24 måneder. Lånene omfattes ikke av begrensningene i § 5. Forsikringselskaper, pensjonskasser og holdingselskaper som direkte eller indirekte til sammen eier 50% eller mer i institusjoner nevnt i denne paragraf, kan verken ta opp lån mot utstedelse av ihendehaverobligasjoner i markedet eller indirekte ved låneopptak gjennom et kredittforetak.

Institusjoner nevnt i denne paragraf kan få adgang til både opptak av ansvarlig lånekapital i form av obligasjonslån og obligasjonslån etter aksjelovens § 5-1 (konvertible obligasjoner m.v.) etter nærmere godkjenning av Finansdepartementet.

§5 Lån som nevnt i §§ 1 og 3, kan likevel ikke tas opp uten samtykke når:

1. Lånet skal nyttes til finansiering av nye eller brukte boliger, andre boligformål eller når boliger stilles som pant. Gis det samtykke til opptak av lån til boligformål, kan lånene gis uavhengig av begrensningene i pkt. 6 i denne paragraf.
2. Lånet skal nyttes til finansiering av bygg eller andre prosjekter som var ferdige før 1. januar 1980. Denne begrensning gjelder ikke industribygg. Bygget anses

å være ferdig den dato det foreligger ferdigattest eller skriftlig brukstillatelse fra bygningskontrollen i den kommunen der bygget er oppført.

Ved vesentlige ombygginger/rehabiliteringer kan investeringskostnadene delfinansieres over obligasjonsmarkedet selv om det bygg som ombygges/rehabiliteres, er ferdigbygget før 1. januar 1980.

Tilsvarende gjelder for øvrige kapitalgjensstander som finansieres ved opptak av ihendehaverobligasjonslån eller ved utlån fra kredittforetak.

3. Lånet skal nyttes til finansiering av oljeleting eller oljeproduksjon eller virksomhet som har sammenheng med dette.
4. Lånet skal nyttes til finansiering av skip, herunder fiskebåter, eller borerigger.
5. Lånet skal nyttes til formål innen jordbruk, skogbruk, fiske og fangst (næringene 01 og 02 i Kredittmarkedsstatistikken). Denne bestemmelse gjelder ikke for lån til havbruk (fiskeoppdrett o.l.)
6. Lånet skal nyttes av en kommune, fylkeskommune, en kommunal eller fylkeskommunal bedrift eller et foretak med kommunale eller fylkeskommunale eierinteresser.

Det samme gjelder dersom

- opptaket av ihendehaverobligasjonslån eller utlån fra kredittforetak som nevnt i § 3, er helt eller delvis garantert av institusjoner nevnt i forrige avsnitt eller av staten.
- låntaker driver virksomhet som helt eller delvis er garantert av slike institusjoner eller av staten.
- låntaker mottar støtte fra slike institusjoner eller fra staten i en slik form at støttens størrelse kan eller vil avhenge av innlånsvilkårene.

Lån til fylkeskommunalt industriutleiebygg krever ikke samtykke. Industriutleiebygg er fylkeskommunalt når fylkeskommunen har 50 pst. eller mer av eierinteressene i bygget. Er fylkeskommunens eierinteresser mindre enn 50 pst., kreves det således samtykke på vanlig måte.

Lån til vernede bedrifter og ideelle organisasjoner er unntatt fra begrensningene i dette pkt. når deres låneopptak ikke medfører en hel eller delvis konvertering av kommunale eller fylkeskommunale låneopptak.

7. Lånet skal nyttes til byggelån eller til finansiering av løpende driftsformål.

§7 Ved opptak av ihendehaverobligasjonslån og ved utlån fra kredittforetak, forutsettes det at avdragstiden ikke settes lengre enn prosjektets tekniske/økonomiske levetid. Lengste tillatte løpetid er i alle tilfeller 30 år, hvorav inntil 5 år kan være avdragsfrie. Lånene skal nedbetales med like store avdrag pr. halvår eller pr. år. Disse regler gjelder ikke for lån til boligformål og kraftverksutbygging.



---

For lån som skal nyttes av en kommune, fylkeskommune, en kommunal eller fylkeskommunal bedrift eller et foretak med kommunale eller fylkeskommunale eierinteresser (ekskl. kraftverksutbygging og boligformål), må den totale løpetid ikke overstige 20 år, og det må ikke gis noen avdragsfri periode. Lånene skal nedbetales med like store avdrag pr. halvår eller pr. år.

#### B *Kortsiktig opplåning*

§9 Forretningsbanker, sparebanker, kredittforetak, finansieringsselskaper, foretak og institusjoner e.l. kan ta opp kortsiktige lån med løpetid som ikke overstiger 12 måneder, mot utstedelse av omsettelige sertifikater. For foretak, institusjoner e.l. må lånebeløpet utgjøre 25 mill. kroner eller mer. Minstegrensen for et omsettelig sertifikat til den enkelte långiver er 1 mill. kroner. Når slike papirer utstedes av forretningsbanker eller sparebanker, skal de benevnes banksertifikater. Når de utstedes av kredittforetak eller finansieringsselskaper, skal de benevnes finanssertifikater. Når de utstedes av foretak, institusjoner e.l., skal de benevnes lånesertifikater.

---

### *Kreditlovens §§12, 16 og 17. Lånegarantier*

---

#### **Regulering av lånegarantier**

Kgl. resolusjon: 1986-12-12

Finansinstitusjoner som stiller garanti i låneforhold<sup>1)</sup>, skal ved utgangen av hvert kvartal i 1987 ikke ha høyere garantier for lån mellom låntakere/långivere innenfor

sektoren private og kommuner enn 95 % av summen av slike garantier ved utgangen av 1985.

- <sup>1)</sup> Forskriftenes bestemmelser gjelder ikke for
- forretnings- og sparebanker med garantiomfang som ved kontrolltidspunktet er mindre enn 1 pst. av beregningsgrunnlaget for primærreserverkrav målt ved utgangen av foregående kvartal, og

- skadeforsikringsselskaper og finansieringsselskaper som har et garantiomfang ved kontrolltidspunktet som er mindre enn 1,5 mill.kroner

# Tabeller

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

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

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 1986	30/9 1986	31/12 1986	31/3 1987	30/4 1987	30/6 1987
Internasjonale reserver	59 764	70 288	58 309	91 714	95 097	92 630
Motverdi av IMF's kronebeholdning	1 948	1 949	1 975	1 762	1 793	1 607
Andre fordringer på utlandet	47 965	40 222	36 727	23	23	23
Innskudd i norske banker	3 605	2 719	1 713	1 484	1 310	960
Norske statskasseveksler og omsettelige sertifikater	58 081	14 552	23 541	17 163	15 417	24 300
Norske ihendehaverobligasjoner	25 545	45 081	24 724	30 424	30 320	18 113
Utlån til forretnings- og sparebanker	24 601	25 175	69 271	55 007	72 349	72 317
Utlån til private finansieringsselskaper	39	31	194	30	28	620
Statsgaranterte fiskelån	126	135	110	131	78	140
Andre utlån til publikum	277	270	260	260	304	261
Andre innenlandske fordringer etc.	1 929	1 578	2 588	2 739	2 697	2 294
Diverse reguleringer	0	0	0	2 803	3 017	4 634
Utgifter	5 100	8 409	0	3 039	4 126	6 088
<b>Fordringer i alt</b>	<b>228 980</b>	<b>210 409</b>	<b>219 412</b>	<b>206 579</b>	<b>226 559</b>	<b>223 987</b>
Gjeld til utlandet	2 244	2 283	2 498	2 085	2 042	1 845
Motverdi av SDR i IMF	1 485	1 500	1 525	1 468	1 465	1 439
Sedler og mynt i omlop	26 276	27 003	28 980	26 597	26 775	27 382
Innskudd fra offentlig forvaltning	153 250	125 002	144 471	124 016	140 984	132 044
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	1 155	999	536	2 125	2 376	3 117
Innskudd fra andre finansinstitusjoner	609	150	60	58	160	100
Innskudd fra Postverket (inkl. Postgiro)	882	29	711	326	647	539
Innskudd fra andre innenlandske sektorer	657	1 294	783	1 305	761	934
Skattefrie fondsavsetninger	1 662	1 617	1 568	1 569	1 656	1 606
Annen innenlandsk gjeld	5 029	8 032	307	2 933	4 024	5 911
Fonds etc.	22 801	22 657	37 973	37 972	37 973	37 972
Diverse reguleringer	4 149	6 336	0	0	0	0
Innenlandske inntekter	4 126	7 169	0	4 302	5 594	7 900
Utenlandske inntekter	4 655	6 338	0	1 823	2 122	3 198
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>228 980</b>	<b>210 409</b>	<b>219 412</b>	<b>206 579</b>	<b>226 559</b>	<b>223 987</b>

Kilde: Norges Bank.

Tabell 2. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1985	1986	1/1-30/4	
			1986	1987
Varebalansen	39271	-16714	-3689	2226
Tjenestebalansen	1805	-893	643	-441
Rente- og stonadsbalansen	-14242	-15229	-5239	-5949
<b>A. Driftsbalansen</b>	<b>26834</b>	<b>-32836</b>	<b>-8285</b>	<b>-4164</b>
Herav:				
Skipsfart <sup>1)</sup>	13607	16027	4672	7142
Oljevirkosomhet <sup>1)</sup>	78074	43390	16252	16492
Andre sektorer	-64847	-92253	-29209	-27798
<b>B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto</b>	<b>-8961</b>	<b>24195</b>	<b>-1485</b>	<b>10435</b>
Herav:				
Statsforvaltningen	1040	5165	-160	2987
Kommuner, inkl. kommuneforetak	-977	-295	-186	1158
Statsbanker	-1825	-1461	-290	-313
Forretnings- og sparebanker	2512	13069	302	3675
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	3470	3234	655	1379
Skipsfart	-7216	-8626	-2701	-5157
Oljevirkosomhet	-1568	9567	846	3908
Andre private og statlige foretak	-4397	3542	79	2798
<b>C. Grunnbalansen (A+B)</b>	<b>17873</b>	<b>-8641</b>	<b>-9770</b>	<b>6271</b>
<b>D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank</b>	<b>11764</b>	<b>-15599</b>	<b>-2674</b>	<b>-1863</b>
Herav:				
Statsforvaltningen	-10	353	0	2
Kommuner, inkl. kommuneforetak	42	1	0	0
Statsbanker	-90	-238	-29	-45
Forretnings- og sparebanker	21071	-9087	-5387	6169
Andre finansinstitusjoner, ekskl. Norges Bank	-1553	1577	-834	1471
Skipsfart	501	-74	-339	441
Oljevirkosomhet	-1750	8792	9993	1619
Andre private og statlige foretak	4573	-2894	-430	-8670
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	-11020	-14029	-5648	-2850
<b>E. Endring i Norges Banks kortsiktige netto fordringer overfor utlandet (C+D)</b>	<b>29637</b>	<b>-24240</b>	<b>-12444</b>	<b>4408</b>
<b>F. Tildelte SDR</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>G. Diverse reguleringer og poster som ikke inngår i internasjonale reserver</b>	<b>-7588</b>	<b>9823</b>	<b>-3258</b>	<b>-4347</b>
<b>Endring i Norges Banks totale fordringer på utlandet (E+F+G)</b>	<b>22049</b>	<b>-14417</b>	<b>-15702</b>	<b>61</b>

<sup>1)</sup> 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	Kursindeks	100 DEM	100 SEK	1 GBP	1 USD	100 JPY
1986						
Januar	101,76	309,20	99,45	10,773	7,5499	3,7736
Februar	101,23	312,14	98,49	10,405	7,2859	3,9465
Mars	101,52	315,40	98,58	10,439	7,1264	3,9938
April	101,82	314,69	98,83	10,709	7,1548	4,0877
Mai	107,55	333,53	104,05	11,307	7,4407	4,4589
Juni	109,55	340,57	105,65	11,477	7,6134	4,5408
Juli	110,05	346,93	105,79	11,283	7,4714	4,7098
August	110,64	356,43	106,15	10,934	7,3536	4,7733
September	110,71	359,45	106,18	10,805	7,3354	4,7452
Oktober	111,36	366,67	106,83	10,494	7,3486	4,7083
November	112,98	371,90	108,19	10,725	7,5315	4,6258
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						
September						
Oktober						
November						
Desember						

Kilde: Oslo Børs, Norges Bank

Tabell 4. Pengemarkedets likviditet<sup>1)</sup>. Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato. (Mill. kroner).

Likviditetstilførsel+ / Inndragning-	1/1-31/7	
	1986	1987
1. Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	-10462	7096
2. Obligasjonsmarkedet	-18146	1741
3. Sertifikatmarkedet	1189	301
4. Valutamarkedet	-14606	4921
5. Beholdning av sedler og mynt <sup>3)</sup>	1624	1993
6. Norges Banks andre transaksjoner <sup>3)</sup>	-4628	-6152
7. Sentralbanklikviditet	46960	-20649
8. Reserver i alt (1+2+3+4+5+6+7)	1931	-10749
9. Pliktige reserver <sup>2)</sup> (oppgang -)	3727	9305
10. Disponible reserver (8+9)	5658	-1444
11. Frie reserver (10-7)	-41302	19205

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 primærreserverkrav 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)

	31/3 1986	30/6 1986	30/9 1986	31/12 1986
<b>Eiendeler:</b>				
Primærlikvider	40809	19483	27089	19878
Statsertifikater	21	125	227	302
Andre sertifikater	2218	2756	3197	3308
Stats- og statsbankobligasjoner	11591	18468	15038	32620
Private og kommunale obligasjoner	19540	15164	11451	14139
Innskudd i forretnings- og sparebanker	12755	21237	31402	17073
Innskudd i utenlandske banker	11484	13452	15055	24003
Lån til utlandet	13042	14687	16083	17476
Utlån til publikum	224280	232710	237772	267707
Utlån til private finansinstitusjoner <sup>1)</sup>	17024	19180	23699	27411
Lisensierte valutalån til innlendinger	22807	30281	33778	34049
Kronelån til oljevirksomhet	3272	4627	4646	4840
Øvrige eiendeler	24611	29686	31048	29803
<b>Forvaltningskapital</b>	<b>403454</b>	<b>421856</b>	<b>450485</b>	<b>492609</b>
<b>Gjeld og egenkapital</b>				
Innskudd fra publikum	253958	234860	230706	245499
Innlån i form av banksertifikater	967	1180	1990	2475
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	11215	9307	12066	13804
Innskudd fra andre private finansinstitusjoner	13390	13450	12378	12477
Innskudd fra statsbanker og andre statlige sektorer	5537	5907	5830	5910
Lån og innskudd fra Norges Bank	13806	27988	27612	69413
Lån og innskudd fra utlandet	72090	80682	92762	98260
Skatteinnbetalinger	6779	152	6230	736
Annen gjeld	22372	24834	35114	19809
Aksjekapital	5559	5885	5955	6468
Avsetninger, fond etc.	15781	17611	19842	17758
<b>Spesifikasjoner:</b>				
Pliktige primærlikvider	37766	22372	22526	22628
Beregningsgrunnlag	241197	244978	246660	280325
Utnyttingsgrad for lån i Norges Bank, prosent	22,6	<sup>2)</sup>	33,8	94,9
Nettofordringer på utlandet	-43915	-48178	-55747	-49681
Total valutaposisjon (inkl. terminforretninger)	-1911	-712	-3243	-1421

<sup>1)</sup> Inkl. utlån via omsetningsdokumenter.

<sup>2)</sup> Ubegrenset lånepotensiale.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985	31/12 1985	31/3 1986	30/6 1986	30/9 1986	31/12 1986
<b>Utlån til:</b>								
Kommuner	8360	8398	9229	8961	8970	8472	8482	9451
Næringslivet	70950	77767	80527	84578	89929	91321	91606	105046
Lønnstakere	92370	100585	108456	122235	124269	131728	136365	151500
Andre private sektorer	948	1114	1209	1083	1112	1189	1319	1710
<b>Utlån til publikum i alt</b>	<b>172628</b>	<b>187864</b>	<b>199421</b>	<b>216857</b>	<b>224280</b>	<b>232710</b>	<b>237772</b>	<b>267707</b>
<b>Innskudd fra:</b>								
Kommuner	13816	15426	13963	16434	17153	18318	15744	16422
Næringsliv	72095	69847	75877	85252	81885	75734	75490	82319
Lønnstakere	116903	122322	123006	131920	133316	136903	135579	143012
Andre private sektorer	3069	3076	3202	3227	3604	3905	3893	3746
<b>Innskudd fra publikum i alt</b>	<b>205883</b>	<b>210671</b>	<b>216048</b>	<b>236833</b>	<b>235958</b>	<b>234860</b>	<b>230706</b>	<b>245499</b>

<sup>1)</sup> Ekskl. valutalån med lisens og kronelån til oljevirksomhet.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 7. Forretnings- og sparebanker. Kreditt<sup>1)</sup> 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		
1986					
Januar	96980	58 200	159 817	27 495	245 512
Februar	98 502	59 234	161 707	25 092	246 033
Mars	100 152	61 218	163 062	19 928	244 208
April	103 159	61 872	165 693	18 926	246 491
Mai	104 669	63 191	168 383	17 196	248 770
Juni	107 875	62 757	169 953	15 585	248 295
Juli	107 816	61 601	173 049	14 504	249 154
August	108 663	62 612	171 790	13 143	247 545
September	112 882	64 644	173 128	12 060	249 832
Oktober	113 761	62 897	173 226	13 225	249 348
November	115 858	66 084	174 822	13 599	254 505
Desember	120 634	72 342	195 365	14 889	282 596
1987 <sup>2)</sup>					
Januar	...	70 725	188 472	17 022	276 219
Februar	...	75 584	186 654	17 280	279 518
Mars	...	83 177	192 599	15 704	291 480
April	...	81 554	188 205	14 413	284 172
Mai	...	83 037	185 108	13 675	281 820
Juni	...	88 168	206 031	11 375	305 574
Juli					
August					
September					
Oktober					
November					
Desember					

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.

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

Tabell 8. Forretnings- og sparebankenes samlede ordinære utlånsøking<sup>1)</sup> til publikum (Mill. kroner)

	Faktiske tall		Sesongkorrigerte tall		
	Endring i mnd.	Kumulert endring	Endring i mnd.	Kumulert endring	Avvik i forhold til kredittopplegget
1986					
Januar	1 128	1 128	2 726	2 726	1 221
Februar	3 191	4 319	2 754	5 480	2 470
Mars	2 986	7 305	38	5 518	1 003
April	3 229	10 534	4 355	9 873	3 853
Mai	3 987	14 521	3 503	13 376	5 851
Juni	1 047	15 568	-3 916	9 460	430
Juli	1 914	17 482	6 068	15 528	4 993
August	-251	17 231	1 439	16 967	4 927
September	3 308	20 539	2 911	19 878	6 333
Oktober	-1 715	18 824	2 419	22 297	7 247
November	4 867	23 691	6 985	29 282	12 727
Desember	27 556	50 247	21 053	50 335	32 276
1987 <sup>2)</sup>					
Januar	-8 316	-8 316	-4 791	-4 791	-6 282
Februar	2 586	-5 730	2 593	-2 198	-5 180
Mars	13 890	8 160	12 062	9 864	5 391
April	-5 947	2 213	-5 106	4 758	-1 206
Mai	-1 642	571	-1 955	2 803	-4 652
Juni	25 821	26 392	20 116	22 919	13 973
Juli					
August					
September					
Oktober					
November					
Desember					

1) Definert som disponerte utlån i alt fratrukket PSV-grunnlån og statsgaranterte utlån til miljøvern- og effektiviseringstiltak (spesialkvoten), men inkludert utlån (utenom PSV-lån) 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 statsbanker<sup>1)</sup> (Mill. kroner)

	30/6 1985	30/9 1985	31/12 1985	31/3 1986	30/6 1986	30/9 1986	31/12 1986	31/3 1987
Kassebeholdning og bankinnskudd	938	1 158	984	1 100	885	895	900	1 058
Utlån i alt	121 435	123 874	124 353	127 116	128 569	130 502	130 938	133 102
Herav:								
Til publikum	119 186	120 816	121 787	123 641	125 863	128 022	129 559	131 946
Andre fordringer på statskassen	3 191	3 191	3 191	3 291	3 291	3 291	3 441	3 441
Andre aktiva, inkl. utgifter	12 422	15 573	5 700	9 261	13 622	15 440	6 817	10 782
<b>Aktiva i alt</b>	<b>137 986</b>	<b>143 796</b>	<b>134 228</b>	<b>140 768</b>	<b>146 367</b>	<b>150 128</b>	<b>142 096</b>	<b>148 383</b>
Ihendehaverobligasjonslån								
Herav:								
I norske kroner	12 445	12 835	13 053	13 756	13 643	13 295	12 814	12 724
I utenlandsk valuta	13 051	13 186	12 520	12 287	13 969	14 025	13 338	12 584
Andre lån	93 494	93 745	97 133	97 378	99 524	99 783	104 160	106 200
Aksjekapital, fond m.v.	8 331	8 332	8 260	8 555	8 660	8 570	8 154	8 257
Andre passiva, inkl. inntekter	10 665	15 698	3 262	8 792	10 571	14 455	3 630	8 618
<b>Passiva i alt</b>	<b>137 986</b>	<b>143 796</b>	<b>134 228</b>	<b>140 768</b>	<b>146 367</b>	<b>150 128</b>	<b>142 096</b>	<b>148 383</b>

<sup>1)</sup> Eksklusive Postgiro og Postsparebanken.  
Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

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

	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985	31/12 1985	31/3 1986	30/6 1986	30/9 1986
Bankinnskudd	2 115	1 599	1 962	1 907	3 179	1 443	2 687	3 855
Statskasseveksler og markedspapirer	602	1 049	981	1 011	1 230	1 588	1 435	1 815
Ihendehaverobligasjoner	153	379	215	3 059	1 992	2 690	2 227	2 260
Utlån til publikum <sup>2)</sup>	12 906	13 599	14 251	14 764	15 382	16 126	17 477	17 591
Utlån til andre sektorer <sup>2)</sup>	2 372	2 210	2 197	2 816	3 274	6 915	5 877	9 953
Andre aktiva	1 643	2 337	3 389	4 348	5 881	3 665	5 688	10 262
<b>Aktiva i alt<sup>1)</sup></b>	<b>19 791</b>	<b>21 133</b>	<b>22 995</b>	<b>27 905</b>	<b>30 938</b>	<b>32 427</b>	<b>35 391</b>	<b>45 736</b>
Finanssertifikater	—	838	327	777	1 062	2 030	2 564	2 175
Lån fra andre enn banker	12 875	12 800	13 072	14 219	14 037	14 082	15 711	22 186
Lån fra banker	3 505	4 076	5 441	7 482	9 044	9 980	11 858	13 395
Kapital, fond m.v.	1 835	1 956	1 936	2 141	2 566	2 802	2 871	3 423
Andre passiva	1 576	1 463	2 219	3 286	4 229	3 533	2 387	4 557
<b>Passiva i alt</b>	<b>19 791</b>	<b>21 133</b>	<b>22 995</b>	<b>27 905</b>	<b>30 938</b>	<b>32 427</b>	<b>35 391</b>	<b>45 736</b>

<sup>1)</sup> Utlån er ført netto.

<sup>2)</sup> Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.



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

	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985	31/12 1985	31/3 1986	30/6 1986	30/9 1986	31/12 1986
Innskudd i norske banker	4904	4755	4958	5785	4483	4343	3910	3766
Andre kortsiktige plasseringer <sup>1)</sup>	4872	5252	7457	6399	7644	8197	7941	10719
Utlån til:								
Statskassen	593	611	341	627	665	590	502	373
Publikum <sup>2)</sup>	47569	48742	50158	52774	54611	54077	59966	66816
Andre	7279	7168	7603	8414	8359	8039	8720	10190
Andre aktiva	716	757	798	949	1368	1488	1350	1411
<b>Sum eiendeler</b>	<b>65933</b>	<b>67285</b>	<b>71315</b>	<b>74948</b>	<b>77130</b>	<b>79734</b>	<b>82389</b>	<b>93275</b>
Kortsiktig gjeld <sup>3)</sup>	3134	3239	3565	4432	4275	5412	4500	7295
Langsiktig gjeld	57871	59108	62427	64803	66840	68233	71247	79592
Herav:								
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner <sup>4)</sup>	47463	47883	48653	50322	50372	503782	53098	58028
Egenkapital	2468	2471	2479	2678	3145	3207	3222	3284
Andre passiva	1093	1084	1431	1638	1336	1333	1892	1652
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>64566</b>	<b>65902</b>	<b>69902</b>	<b>73551</b>	<b>75596</b>	<b>78185</b>	<b>80861</b>	<b>91823</b>

<sup>1)</sup> Omfatter bl.a. opptjente, ikke innbetalte inntekter og forskuddsbetalte kostnader.

<sup>2)</sup> For avskrivning.

<sup>3)</sup> Omfatter bl.a. påløpne, ikke forfalte kostnader og innbetalte, ikke opptjente inntekter.

<sup>4)</sup> Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 12. Balanseutdrag for livsforsikringselskaper (Mill. kroner)

	30/6 1985	30/9 1985	31/12 1985	31/3 1986	30/6 1986	30/9 1986	31/12 1986	31/3 <sup>2)</sup> 1987
Kassebeholdning og bankinnskudd	3087	2887	5212	4008	3404	3298	3233	2614
Stats- og statsbanksertifikater	0	0	0	5	10	20	41	6
Andre sertifikater	107	92	104	260	270	176	265	320
Stats- og statsbankobligasjoner	10030	9447	9634	9614	8450	8132	8110	8294
Andre norske obligasjoner	20195	21451	21273	23700	24821	24680	25410	26215
Utlån til publikum	27865	29032	31074	32659	35699	37290	39809	42632
Utlån til andre sektorer	2793	2993	3398	3505	3570	4132	4559	4911
Andre spesifiserte aktiva	4653	4890	5205	6142	7497	8849	8832	9235
<b>Aktiva i alt</b>	<b>68730</b>	<b>70792</b>	<b>75868</b>	<b>79893</b>	<b>83721</b>	<b>86377</b>	<b>90259</b>	<b>93974</b>

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank.

Tabell 13. Balanseutdrag for private og komm. pensj.kasser og -fond<sup>1)</sup> (Mill. kroner)

	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985	31/12 1985	31/3 1986	30/6 1986	30/9 1986	31/12 1986	31/3 <sup>2)</sup> 1987
Kassebeholdning og bankinnskudd	2806	2933	2992	3352	2876	2995	2242	2600	2614
Norske ihendehaverobligasjoner	5439	5701	5762	6179	6429	6431	7361	7832	7863
Utlån	5704	5697	5862	5950	5832	5980	6132	6336	6752
Andre spesifiserte aktiva	683	813	887	1051	1337	1567	1643	1449	1518
<b>Aktiva i alt</b>	<b>14632</b>	<b>15144</b>	<b>15503</b>	<b>16532</b>	<b>16474</b>	<b>16973</b>	<b>17378</b>	<b>18217</b>	<b>18747</b>

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

<sup>2)</sup> Foreløpige tall.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 14. Balanseutdrag for skadeforsikringselskaper (Mill. kroner)

	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985	31/12 1985	31/3 1986	30/6 1986	30/9 1986	31/12 1986	31/3 1987
Kassebeholdn. og bankinnskudd	4 742	4 589	4 918	4 897	4 822	4 508	4 240	4 262	4 478
Stats- og statsbanksertifikater	5	—	—	—	—	—	10	13	10
Andre sertifikater	10	44	11	71	62	184	120	129	126
Stats- og statsbankobligasjoner	603	674	675	553	696	925	1 128	409	372
Andre norske obligasjoner	334	408	440	462	900	947	1 071	1 456	1 423
Utlån til publikum	5 182	5 393	5 284	5 725	5 886	6 015	5 966	6 257	6 467
Utlån til andre sektorer	1 443	1 282	1 363	1 244	1 304	1 535	1 333	1 008	1 304
Andre spesifiserte aktiva	4 711	5 058	5 349	5 804	6 278	6 312	6 653	6 713	6 733
Aktiva i alt	17 030	17 448	18 040	18 756	19 948	20 426	20 521	20 247	20 913

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)

	1985	1986	1/1–30/6		Anslag Nasj.budsj. 1987 1987
			1986	1987 <sup>2)</sup>	
Forretnings- og sparebanker	52 389	50 964	15 924	26 504	19 000
Herav spesialkvote	891	692	351	112	..
Statsbanker <sup>1)</sup>	5 503	6 778	4 472	4 170	8 100
Private finansieringsselskaper	2 476	3 057	2 095	260	} 11 800
Skadeforsikringsselskaper	809	377	135	250	
Livsforsikring, pensjonskasser	7 080	10 030	5 041	6 600	
Kredittforetak, obligasjonsmarkedet	9 135	16 621	4 362	17 800	10 000
Aksjemarkedet	6 032	4 000	3 310	..	} 4 500
Annen kreditt	-14	548	36	31	
Innenlandsk kredittilførsel i alt	83 410	92 375	35 375	..	53 400

1) Inkl. Postsparebanken.

2) Delvis foreløpige tall, delvis anslag.

Tabell 21. Markedslån (Milliarder kroner)

Pr. utgangen av	1985		1986				1987	
	3.kv.	4.kv.	1.kv.	2.kv.	3.kv.	4.kv.	1.kv.	2.kv. <sup>1)</sup>
Garantert av:								
Private finansierings- selskaper	2,4	5,1	4,5	4,8	4,7	3,2	2,6	3,6
Skade-/kredittforsikrings- selskaper	6,5	9,3	8,8	8,7	8,8	9,8	10,0	9,7
Forretningsbanker	3,0	6,5	5,7	4,6	4,9	5,6	4,1	5,2
Sparebanker	2,2	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9
Lån med garanti	14,1	23,2	21,1	20,1	20,3	20,4	18,5	20,4
Lån uten garanti formidlet av:								
Megler	3,6	4,5	6,8	8,0	8,5	9,4	10,2	10,8
Bank	..	1,9	..	2,7	2,8	2,9	2,6	2,4
Markedslån i alt	..	29,6	..	30,8	31,6	32,7	31,3	33,6

1) Foreløpige tall.



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

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1985	1986	1/1 - 30/6	
			1986	1987
I Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd m.v. ekskl. oljeskatter <sup>1)</sup> (-)	12 710	3 364		
II Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner <sup>2)</sup> Herav:	-2 144	6 602		
Statsbankenes utlånsøkning	5 476	8 100		
III Forretnings- og sparebankenes kredittilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	67 137	58 125		
IV Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-3 460	-3 065		
V Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	-942	945		
VI Innenlandsk likviditetstilførsel (I+...V)	73 301	65 971	24 945	32 721
VII Statens lån/tilskudd til statlig petroleumsvirksomhet	5 961	9 432	3 935	4 123
VIII Forretnings- og sparebankenes utlån med valutalisens og kronelån til oljevirkosmhet	7 805	17 053	12 563	3 186
IX Publikums netto valutasalg til de private banker, ekskl. salg i forbindelse med oljeskatter	-45 338	-77 981	-41 399	-25 222
X Endring i publikums likviditet i alt (VI+VII+VIII+IX) Herav:	41 729	14 475	44	14 808
Sedler og mynt	2 291	1 518	-1 029	-1 511
Innskudd på anfordring	14 118	1 720	6 732	37 156
Ubenyttede kassekreditter og byggelån	8 045	8 797	5 626	4 511
Tidsinnskudd ekskl. banksparing med skattefradrag	17 275	2 440	-11 285	-25 348
XI Endring i publikums likviditet i prosent av likviditetsmassen ved inngangen til perioden	15,1	4,6	0	4,5
Oljeskatter	46 003	35 539	25 934	8 478

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		Revidert nasjonalbudsjett 1987	
	1985	1986	1986	1987	%	Mrd. kr.
A. Sentralmyndighetene	3,8	3,2			-0,8	-2,7
Ved inntektsunderskudd <sup>3)</sup>	4,6	1,1			-3,2	-10,7
Ved lånetransaksjoner	-0,8	2,1			2,4	8,0
B. Private banker <sup>4)</sup>	23,0	17,3			7,6	25,4
C. Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	-0,3	0,2				
Innenlandsk likviditetstilførsel (A + B + C)	26,5	20,7	30,6	23,2	6,8	22,7
Publikums netto valutasalg til private banker <sup>5)</sup>	-11,4	-16,1	-16,7	-14,0	0,7	2,3
Tilvekst i publikums likviditet	15,1	4,6	13,9	9,2	7,5	25,0

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 kasse- kreditter og byggelån	Sum	Tids- innskudd <sup>6)</sup>	Publikums likviditet i alt	Endring siste 12 mndr. i publikums likviditet i alt	
							Belop	%
1980	18822	32324	19769	70915	100128	171043	18837	12,4
1981	20150	34710	22804	77664	113185	190849	19806	11,6
1982	20929	40818	25411	87158	123725	210883	20034	10,5
1983	21746	47688	27216	96650	134026	230676	19793	9,4
1984	22781	64665	31447	118893	157319	276212	45536	19,7
1985	25072	78783	39492	143347	174594	317941	41729	15,1
1986								
Januar	23967	77135	38785	139887	173774	313661	39731	14,5
Februar	23710	77120	39269	140099	173143	313242	39386	14,4
Mars	23742	76116	38934	138792	172817	311609	34536	12,5
April	23387	78575	41287	143249	165869	309118	38656	14,3
Mai	23500	78056	41478	143034	162699	305733	35343	13,1
Juni	24043	85515	45118	154676	163309	317985	38914	13,9
Juli	23714	80878	46215	150807	164373	315180	30225	10,6
August	23808	79425	46051	149284	165575	314859	28621	10,0
September	24753	78698	48173	151624	164783	316407	24080	8,2
Oktober	25693	82196	50865	158754	168656	327410	31570	10,7
November	25087	78618	49773	153478	168091	321569	26445	9,0
Desember	26590	80503	48289	155382	177034	332416	14475	4,6
1987 <sup>7)</sup>								
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	117659	52800	195538	151686	347224	29239	9,2

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 før 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 stønader 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. banksparing med skattefradrag, inkl. banksertifikater.

7) Forelopige tall.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.

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

	Interbankrenten – dagslån Gjennomsnitt	Renter på NOK, beregnet på grunnlag av terminkurser. Gjennomsnitt <sup>1)</sup>		Marginalren- ten på banke- nes lån i Norges Bank pr. utgangen av måneden	Effektiv rente på statssertifi- kater <sup>2)</sup>
		1 mnd.	3 mnd.		
1985 Desember	12,5	12,3	12,5	13,0	12,8
1986 Januar	13,1	13,0	13,0	13,2	13,2
Februar	13,1	13,2	13,4	13,0	13,4
Mars	13,5	13,3	13,3	13,0	13,4
April	13,5	13,8	13,6	13,0	13,4
Mai	18,1	17,9	15,3	14,0	14,2
Juni	..	14,3	14,2	14,0	14,3
Juli	..	14,6	14,5	14,0	14,1
August	..	14,4	14,5	14,0	14,3
September	..	14,4	14,4	14,0	14,0
Oktober	..	14,8	14,7	14,0	14,3
November	14,5	15,0	15,1	14,0	14,3
Desember	14,0	17,6	16,7	14,8	15,6
1987 Januar	..	16,5	16,4	14,5	14,4
Februar	..	15,0	15,0	13,8	14,2
Mars	..	14,6	14,7	13,8	14,2
April	..	14,6	14,6	13,8	14,2
Mai	..	14,5	14,6	13,8	14,0
Juni	..	14,5	14,5	13,8	14,0
Juli	..	14,3	14,2	13,8	14,0

1) Fra januar 1986 er det tagerrenten (høyresiden) som publiseres, mot tidligere midtrenten. Endringen medfører et skift oppover i størrelsesorden 0,10–0,15 pp.

2) 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 statsobligasjoner<sup>1)</sup> (Prosent p.a.)

		Gjenstående løpetid			
		1–3 år <sup>2)</sup>	3–6 år	6–10 år	10–14 år
1985 Desember	..	..	12,7	13,2	13,0
1986 Januar	..	..	13,5	13,6	13,2
Februar	..	..	13,5	13,5	13,1
Mars	..	..	13,5	13,4	12,9
April	..	..	13,4	13,2	12,8
Mai	..	..	13,3	12,9 <sup>3)</sup>	12,6 <sup>3)</sup>
Juni	..	..	13,5	13,4	13,1
Juli	..	..	13,6	13,4	13,1
August	..	..	13,7	13,5	13,1
September	..	..	13,4	13,2	12,8
Oktober	..	..	13,4	13,2	12,8
November	..	..	13,4	13,3	12,8
Desember	..	..	13,8	13,6	13,2
1987 Januar	..	..	13,7	13,6	13,2
Februar	..	..	13,6	13,4	13,0
Mars	..	..	13,6	13,4	13,2
April	..	..	13,8	13,4	13,0 <sup>4)</sup>
Mai	..	..	13,8	13,5	13,1 <sup>4)</sup>
Juni	..	..	13,7	13,5	13,1
Juli	..	..	13,9 <sup>4)</sup>	13,4	13,0 <sup>2)</sup>

1) Veid gjennomsnittrente – helårlig etterskuddsrente i annenhåndsmarkedet for statsobligasjoner basert på Norges Banks operasjoner i de mest representative lån.

2) Indikativt nivå, verken Norges Bank eller Børsen hadde omsetning av lånene i perioden.

3) Veid gjennomsnitt – basert på børshandelen utenom Norges Bank – for de mest representative lån. Norges Bank hadde ikke egen omsetning i perioden.

4) Renteforskjellene mellom lånene som inngår i gruppen er relativt store. Tallet er følgelig følsomt for endringer i hvordan omsetningen i lånegruppen fordeler seg på de forskjellige lån. Utslag kan bli spesielt store ved liten omsetning.



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

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
4. kvartal 1985	11,9	12,7	12,4
1. kvartal 1986	12,2	13,0	12,5
2. " "	12,5	13,0	12,7
3. " "	13,0	13,5	13,2
4. " "	13,2	13,7	13,4
1. kvartal 1987	13,3	13,9	13,6
2. " "	13,5	14,0	13,7

Kilde: Norges Bank

Tabell 26. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser<sup>1)</sup> på disponerte utlån i norske kroner ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Kortsiktige utlån <sup>2)</sup>		Mellomlange og langsiktige utlån	Ikke rentenormerte utlån i alt	Utlån i alt
	I alt	Herav kassekreditter			
4. kvartal 1984 <sup>3)</sup>					
Forretningsbanker	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
Sparebanker	13,5	13,1	13,3	13,4	13,4
Sum banker	13,4	13,2	13,3	13,3	13,3
4. kvartal 1985 <sup>4)</sup>					
Forretningsbanker	13,7	13,6	13,8	13,8	13,7
Sparebanker	13,3	13,2	13,2	13,2	13,1
Sum banker	13,6	13,5	13,5	13,5	13,4
4. kvartal 1986 <sup>5)</sup>					
Forretningsbanker	17,4	17,9	16,1	16,6	16,5
Sparebanker	16,5	16,8	15,2	15,5	15,4
Sum banker	17,1	17,5	15,6	16,1	16,0
1. kvartal 1987 <sup>5)</sup>					
Forretningsbanker	16,5	16,6	16,4	16,4	16,3
Sparebanker	16,5	16,5	15,7	15,9	15,8
Sum banker	16,5	16,5	16,1	16,2	16,1
2. kvartal 1987 <sup>5)</sup>					
Forretningsbanker	16,8	16,9	16,5	16,6	16,5
Sparebanker	16,7	16,7	15,9	16,1	16,0
Sum banker	16,7	16,9	16,2	16,4	16,3

1) Omfatter alle løpende provisjoner og satsene er relatert til bevilgede beløp. Definert som helårlig etterskuddsrente.

2) 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 kreditforetak. (Normerte utlån er således ikke tatt med verken i kortsiktige eller mellomlange og langsiktige utlån.)

3) Tall fra årsrentestatistikken 1984 – som var basert på to terminers forskuddsrente er her omregnet til helårlig etterskuddsrente. Provisjonssatsene er også regnet om slik at de relaterer seg til bevilgede beløp. Da omregningene er gjort på aggregert nivå, er 1984-tallene ikke helt sammenlignbare med nye tall.

4) Tall fra årsrentestatistikken 1985.

5) Tall fra den nye kvartalsvise rentestatistikken som ble iverksatt fra og med 2. kvartal 1986.

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	Herav termin og andre vilkår under ett år	
4. kvartal 1985 <sup>1)</sup>				
Forretningsbanker	6,0	10,4	11,5	9,2
Sparebanker	7,0	9,7	11,4	9,1
Sum banker	6,5	10,1	11,5	9,1
4. kvartal 1986 <sup>2)</sup>				
Forretningsbanker	7,0	11,2	12,8	10,0
Sparebanker	8,5	10,8	12,6	10,2
Sum banker	7,7	11,0	12,8	10,1
1. kvartal 1987 <sup>2)</sup>				
Forretningsbanker	8,6	12,0	13,5	11,0
Sparebanker	9,1	11,5	13,2	10,8
Sum banker	8,8	11,7	13,4	10,9
2. kvartal 1987 <sup>2)</sup>				
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

1) Tall fra årsrentestatistikken 1985.

2) Tall fra den nye kvartalsrentestatistikken som ble iverksatt fra og med 2. kvartal 1986.

Kilde: Norges Bank.

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

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

Tabell 30. Valutabankenes netto utestående valutaterminforretninger med andre sektorer mot oppgjør i norske kroner<sup>1)</sup> (Milliarder kroner)

Pr. ut- gangen av	Stats- og trygde- forvalt- ning	Norges Bank	Andre finans- inst. <sup>2)</sup>	Publikum		Ut- landet	Sum
				i alt	Herav oljev. og sjofart		
1985 Desember	0,0	0,0	1,7	21,2	7,5	7,1	30,0
1986 Januar	0,0	8,7	0,0	17,6	5,4	3,1	29,4
Februar	0,0	2,5	0,7	18,1	5,9	3,8	25,1
Mars	0,0	5,3	2,2	16,4	6,1	4,3	28,2
April	0,0	8,4	-1,6	7,8	2,3	0,7	15,3
Mai	0,0	4,3	-0,8	7,8	2,2	3,2	14,5
Juni	0,0	4,9	-0,2	10,5	3,0	8,8	24,3
Juli	0,0	3,6	-0,8	11,8	3,4	8,8	23,4
August	0,0	2,0	-0,9	12,6	5,9	10,5	24,2
September	0,0	1,2	-0,5	15,1	7,9	10,6	26,4
Oktober	0,0	1,1	-0,9	10,6	5,7	6,7	17,5
November	0,0	0,0	-1,1	11,1	6,5	2,3	12,3
Desember	0,0	2,9	-4,1	10,1	6,1	1,5	10,4
1987 Januar	0,0	6,9	1,6	9,3	5,7	4,8	22,6
Februar	0,0	3,5	-0,1	10,1	6,6	5,4	18,9
Mars	0,0	4,1	0,2	10,7	6,5	7,4	22,4
April	0,0	1,1	-8,1	11,7	5,7	9,4	14,1
Mai	0,0	1,6	-0,7	8,3	6,1	10,9	20,1
Juni	0,0	2,2	-1,8	8,0	6,0	13,3	21,7

1) Ekskl. kurskorreksjoner.

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

Kilde: Oppgaver fra forretnings- og sparebanker (registrerte valutabanker) til 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 3105

## 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 5300	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 8150	42155 nbber n	(05)31 13 12
0663	Bodo	Postboks 114, 8001 Bodo	(081) 21 060	64353 nbbo n	
0618	Drammen	Postboks 2278, 3003 Drammen	(03) 83 7491	19790 nbd n	
0660	Fredrikstad	Postboks 144, 1601 Fredrikstad	(032) 14 900	19820 nbfd n	
0620	Gjøvik	Postboks 13, 2801 Gjøvik	(061) 75 100	19830 nbgk n	(061)79068
0621	Halden	Postboks 278, 1751 Halden	(031) 80 511	19840 nbhdn n	
0662	Hamar	Postboks 115, 2301 Hamar	(065) 27 754	19860 nbhm n	(065)27854
0623	Hammerfest	Postboks 55, 9601 Hammerfest	(084) 11 344	64354 nbhf n	
0624	Haugesund	Postboks 233, 5501 Haugesund	(047) 28 500	42893 nbhd n	
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	
0627	Larvik	Postboks 140, 3251 Larvik	(034) 81 300	21890 nbl n	
0628	Lillehammer	Postboks 370, 2601 Lillehammer	(062) 50 045	71834 nbll n	(062)59 944
0630	Skien	Postboks 87, 3701 Skien	(035) 27 540	21107 nbsk n	
0631	Stavanger	Postboks 18, 4001 Stavanger	(04) 52 0000	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	Vardø	Postboks 68, 9951 Vardo	(085) 87 621	64355 nbvar n	
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, 0107 Oslo 1, Norway)