

⌘NB⌘ NORGES BANK

# ARKIVEKSEMPLAR

Penger og Kreditt

1986 / 1



NORGES BANKS  
BIBLIOTEK

Norges Banks bibliotek



010117VPA



NORGES BANKS  
BIBLIOTEK

INNHold

- 3 Økonomisk oversikt:
- 3 Kap. 1 Hovedbildet
- 8 Kap. 2 Aktuell utdyping: Det internasjonale oljemarked  
og virkningen for norsk økonomi i 1986 av lavere oljepris
- 13 Kap. 3 Temaartikkel: Valutaregulering og kapitalbevegelser
- 19 Kap. 4 Teknisk vedlegg: Realøkonomi — Penge- og valutaforhold —  
Internasjonale valuta- og kapitalmarkeder
  
- 29 Økonomiske perspektiver  
*Sentralbanksjef Hermod Skånlands årstale*
  
- 47 Perspektiver for norsk økonomi fram mot 1990 —  
dokumentasjon av enkelte deler av sentralbanksjefens årstale  
*v/Audun Grønn og Arild J. Lund*
  
- 56 Erfaringene med statssertifikatmarkedet i 1985  
*v/Brynjulv Vollan*
  
- 65 Norges Banks valutaforordringer — tre spørsmål og to svar  
*v/Odd Per Brekk*
  
- 74 Sesongjustering i arbeidet med konjunkturanalyse  
*v/Kjell G. Bleivik og Jan F. Qvigstad*
  
- 80 Ny organisasjonsstruktur i Norges Bank  
*v/Einar Magnussen*
  
- 84 Norges Banks nye hovedstyre og representantskap
  
- 87 Norges Banks rekneskap for 1985
  
- 89 Nye arbeidsnotater fra Norges Bank
  
- 90 Uttalelser m.v. fra Norges Bank:
- 90 Forvaltningen av Norges Banks tilgodehavender overfor utlandet.  
Brev til Finansdepartementet
  
- 95 Utredning om ny børslov (NOU 1985:33). Norges Banks uttalelse
  
- 101 Oversikt over gjeldende kredittpolitiske bestemmelser
  
- 107 Tabeller

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, Hovedstyresekretariatet  
Harald Bøhn, Økonomisk avdeling  
Leif T. Eide, Markedsoperasjonsavdelingen  
Jon Petter Holter, Utrednings- og statistikkavdelingen  
Liv Kielland, Administrasjonsavdelingen  
Einar Magnussen, Administrasjonsavdelingen  
Harald Roseng, Finansmarkedsavdelingen  
Oddvar Trones, Bankavdelingen

Redaksjonens adresse:  
Norges Bank, Informasjonsseksjonen  
Boks 336 Sentrum  
0101 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



(Redaksjonen av de økonomiske oversiktene er avsluttet 4. mars)

Det internasjonale konjunkturbildet i 1985 var i stor grad preget av den økonomiske avmatningen i USA. Veksten i bruttonasjonalproduktet i OECD-området falt således fra 5% i 1984 til om lag 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% i 1985. Videre har OPEC-landene og de ikke-oljeproduserende utviklingslandene fått økende økonomiske problemer, i første rekke som følge av lavere eksportpriser og svakere avsetningsmuligheter.

For 1986 er veksten i OECD-områdets bruttonasjonalprodukt tidligere anslått til 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>%. Den senere tids fall i oljeprisen vil imidlertid kunne bidra til høyere vekst. På den annen side knytter det seg fortsatt usikkerhet til utviklingen i budsjettunderskuddet i USA, det internasjonale rentenivået, valuta-

kursene og bortfallet av etterspørselen fra OPEC-landene som følge av lavere oljepris. Norges Bank legger derfor til grunn at veksttakten fortsatt vil være moderat, og at en eventuell oppjustering av vekstanslaget for 1986 bør begrenses til om lag 1/4%. Derimot er det sannsynlig at prisveksten vil avta ytterligere i tiden fremover.

I Norge var 1985 preget av fortsatt konjunkturoppgang. Blant OECD-landene var det bare i Japan samlet produksjon økte sterkere. Bruttonasjonalproduktet i Norge var ifølge foreløpige beregninger fra Statistisk Sentralbyrå 4,4% høyere enn året før, regnet både med og uten petroleumsvirksomhet og sjøfart. Veksten tiltok gjennom året.

Etter den sterke oppgangen i Norges Banks

### Omlagging av de økonomiske oversiktene

Opplegget for de økonomiske oversiktene er nå endret i forhold til tidligere. Fra og med dette nummer vil oversiktene bli publisert etter følgende plan:

I kapittel 1 vil en svært kortfattet presentere *hovedbildet* av konjunkturutviklingen og av de penge-, kreditt- og valutapolitiske forholdene. En *aktuell utdyping* blir presentert i kapittel 2. Denne gang blir utviklingen i oljemarkedet nærmere analysert. Kapittel 3 består av en *temaartikkel* med emner som vil veksle fra kvartal til kvartal i denne rekkefølge:

Mars: Valutaregulering og kapitalbevegelser.  
Juni: Penge- og kredittmarkedene.

September: Internasjonale valutaforhold og kapitalmarkeder.

Desember: Den økonomiske situasjon internasjonalt og i Norge.

I kapittel 4, Teknisk vedlegg, gis det en summarisk oversikt over den økonomiske utvikling på ulike områder.

Arbeidet ledes av Harald Bøhn og Jan F. Qvigstad. Øvrige medarbeidere er for tiden Odd Per Brekk, Audun Gleinsvik, Thorvald Grung Moe, Audun Grønn, Morten Jonassen, Erlend Kvaal, Arild Lund, Bjørn Rogstad, Janniche Smith-Sørensen og Anders Svor.

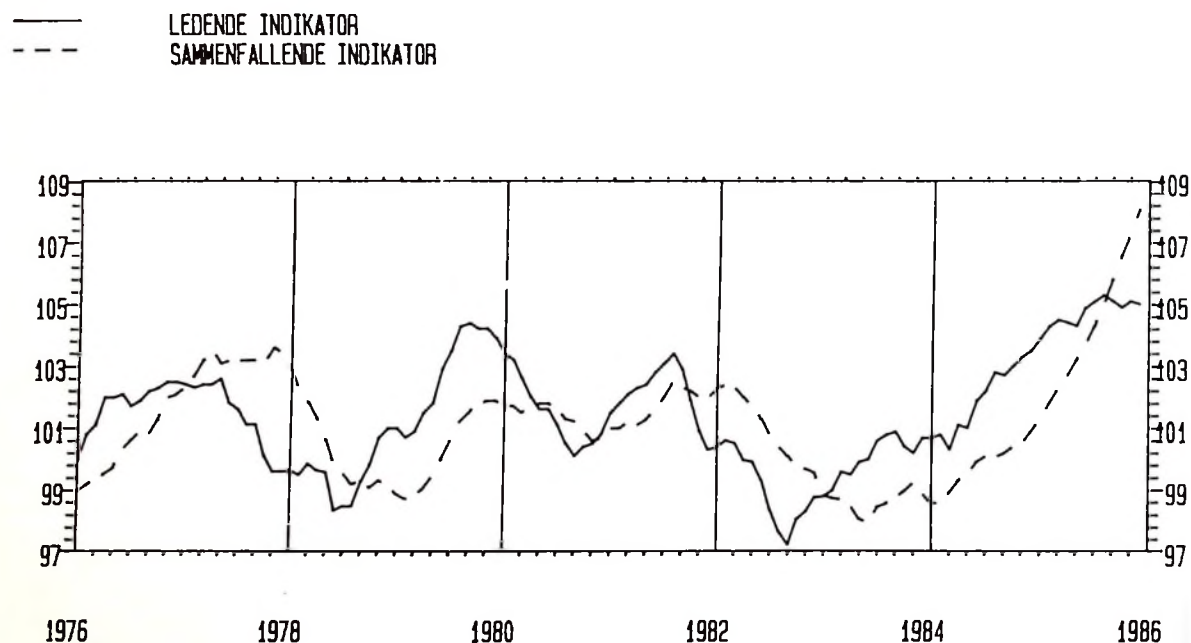
ledende indikator som ble innledet i 1983, har tendensen vært uklar siden september i fjor. Foreløpig er det imidlertid for tidlig å slå fast at topp-punktet i den ledende indikatoren er passert, og at veksttakten i de konjunkturfølsomme delene av norsk økonomi er i ferd med å avta.

Privat konsum og investeringer tok seg sterkt opp i 1985, mens eksporten av varer utenom råolje, gass, skip og plattformer flatet ut gjennom året. Økningen i privat forbruk på 7,5% er den største i etterkrigstiden om en ser bort fra 1969, da veksten var spesielt sterk på grunn av merverdiavgiften som skulle innføres året etter. Husholdningenes reelle disponible inntekt økte 5,7% i 1985. Spareraten falt til 3,7%, mens gjennomsnittet for spareraten i perioden 1979–84 var 4,4%. Kjøp av varige forbrugsgoder regnes i nasjonalregnskapet som konsum, selv om slike varer vil yte

konsumtjenester i flere år fremover. Denne komponenten av privat konsum økte sterkt i fjor. Om den i stedet ble regnet som investering, ville husholdningenes sparerate ha vært om lag uendret fra 1984 til 1985. Veksten i forbruket vil trolig bli betydelig mindre i år. Den iverksatte renteøkning vil trekke i denne retningen.

Sysselsettingen økte markert i 1985, spesielt innen privat tjenesteyting. Antall arbeidsledige ble da også betydelig redusert gjennom året. Samtidig gikk tallet på ledige stillinger meldt til arbeidskontorene opp. Denne utviklingen har fortsatt inn i 1986, og arbeidsmarkedet må karakteriseres som meget stramt. Ifølge arbeidskontorene mangler industrien faglært arbeidskraft, og det er lite samsvar mellom tilbud og etterspørsel av enkelte kategorier med høyere utdanning. Den arbeidsledighet vi nå har, skyldes derfor

Figur 1.1. Sammensatte konjunkturindikatorer



Den ledende indikatoren har vist en uklar tendens etter september 1985. Det er særlig den svakere utviklingen i eksport av tradisjonelle varer som har bidratt til dette.

Den sammenfallende indikatoren viser ingen tegn til avtakende vekst. Nedgangen i arbeidsledigheten er nå den viktigste faktoren bak den vedvarende oppgangen i indikatoren.

at den ledige arbeidskraften ikke har rette kvalifikasjoner for de ledige stillingene, og at den geografisk befinner seg andre steder enn der de ledige plassene er. Økningen i private investeringer, særlig relatert til oljevirksoheten, vil i 1986 i betydelig grad forsterke mangelen på arbeidskraft i enkelte delmarkeder, spesielt i verkstedindustrien.

Veksten i konsumprisene var ganske stabil i 1985. I januar i år kom prisøkningen, regnet i forhold til nivået ett år tidligere, opp i 6,0%. I desember 1985 var prisene hos våre viktigste markedsland 4,0% høyere enn ett år tidligere. Norges Bank har tidligere anslått den gjennomsnittlige prisvekst fra 1985 til 1986 til 5 1/2-6%. Råoljeprisen falt betydelig i januar og februar og beveget seg enkelte dager ned mot 100 kroner pr. fat. Dette er om lag 45% lavere enn tidligere lagt til grunn for 1986. Det vil imidlertid ta en viss tid før dette slår ut i prisene på oljeprodukter, og ytterligere tid før konsekvensene for prissettingen på andre varer melder seg. Om detaljprisene på oljeprodukter etter noen tid alt i alt faller med 20%, kan gjennomsnittlig økning fra 1985 til 1986 i konsumprisindeksen bli om lag 1/2 prosentpoeng lavere enn tidligere antatt. Forskjellen mellom prisstigningen i Norge og i våre markedsland vil imidlertid fortsatt øke. Dette forsterkes av oljeprisfallet, da oljeprodukter utgjør en relativt mindre andel av energibruken i Norge enn i andre industriland.

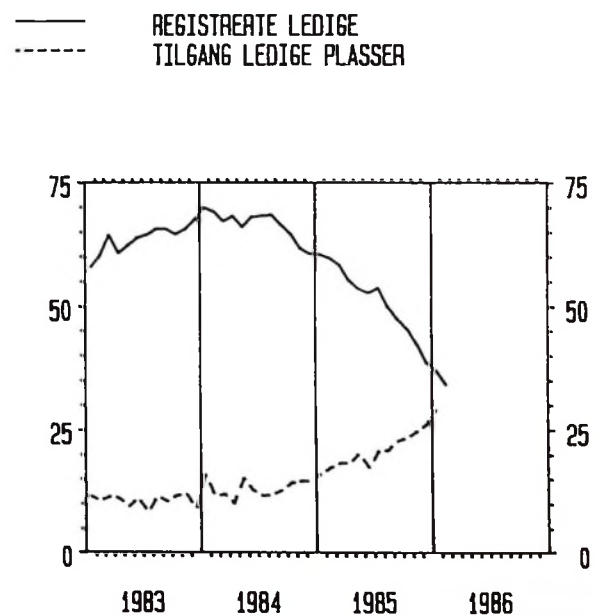
Utviklingen på oljemarkedet den senere tid er nærmere beskrevet i kapittel 2. Selv om det er uklart om prisen vil stabiliseres på dagens nivå eller lavere for en lengre periode, må en regne med at påløpte eksport- og skatteinntekter fra sektoren blir betydelig lavere i 1986 enn tidligere lagt til grunn. Driftsbalansen overfor utlandet vil dermed i 1986 vise underskudd for første gang siden 1979.

Utviklingen bekrefter tidligere analyser som viser at målet om balanse i utenriksøkonomien fram mot 1990 nødvendiggjør større produksjonsvekst i konkurranseutsatte næringer utenom petroleumssektoren. Det vil da være av sentral betydning at lønnskostnadene pr. produsert enhet over tid i alle fall

ikke øker sterkere enn hos våre konkurrentland. Norges Bank har tidligere anslått at den realdisponible inntekten fra 1985 til 1986 vil øke. Legger man nå til grunn at prisveksten fra 1985 til 1986 kan reduseres med om lag 1/2 prosentpoeng som følge av lavere oljepris, gir dette en ytterligere økning i realdisponibel inntekt. Tillegg ved vårens tariffoppgjør og en fortsettelse av den senere tids lønnsglidning gir imidlertid en fortsatt svekkelse av konkurranseposisjonen overfor våre markedsland. Hvis lønnsveksten fra 1985 til 1986 i stedet ble redusert ned mot 4 1/2%, ville dette redusere prisveksten med ytterligere 1/2 prosentpoeng for denne perioden. Sett fra kostnads-siden kan en da komme ned i en prisvekst på 4 1/2-5% fra 1985 til 1986.

Om dette faktisk vil skje, avhenger imidlertid også av forhold på etterspørselssiden. For

Figur 1.2. Arbeidsmarkedet. Sesongkorrigererte tall



*Tilstrammingen i arbeidsmarkedet fortsetter med uforminskert styrke. I løpet av ett år er ledigheten redusert med 25 450 og tilgangen av ledige plasser meldt til arbeidskontorene er økt med 12 000. Arbeidsmarkedet må nå karakteriseres som meget stramt.*



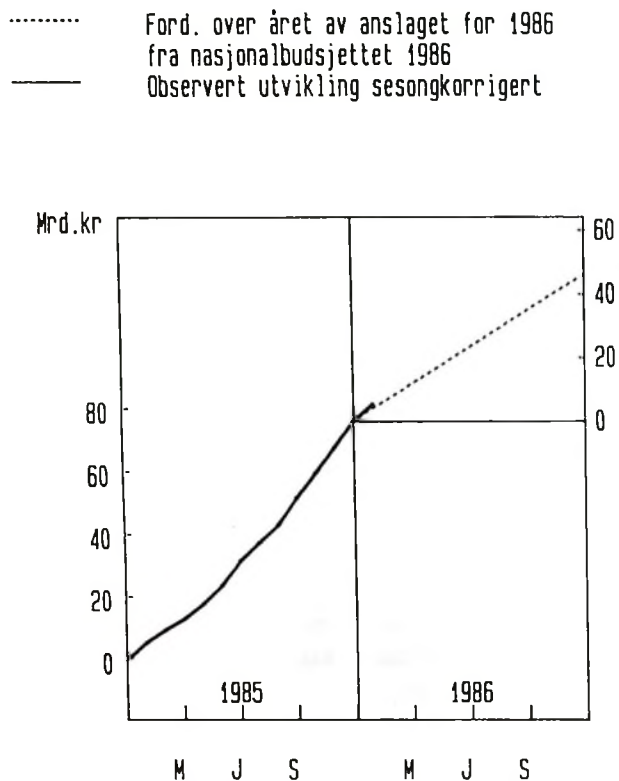
øyeblikket er etterspørselspresset stort, og hvis lønns- og prissetting ensidig baseres på dagens situasjon, kan en slik prisprognose synes optimistisk. De fremsatte tariffkrav tyder også på det. Vurderer aktørene imidlertid etterspørselsforholdene i et noe lengre perspektiv, burde det være mulig å komme ned i en slik prisvekst. Dette innebærer i så fall at det er mulig å opprettholde kjøpekraften i 1986 samtidig med at den kostnadmessige konkurranseevne pr. produsert enhet ikke forverres. For øvrig vil det bidra til å dempe lønnsglidningen i tiden fremover hvis man ved lønnsoppgjøret tar rimelig hensyn til at etterspørselspresset etter arbeidskraft er ulikt fordelt i markedet.

Ulike monetære aggregater vokste langt sterkere i 1985 enn hva som var anslått i Nasjonalbudsjettet. For å dempe kreditt- og likviditetsveksten ble renten på statsobligasjoner i desember økt med ca. 0,5 prosentpoeng. I januar ble renten i pengemarkedet økt tilsvarende. Samtidig gjennomførte Regjeringen andre kredittpolitiske tiltak, som økte primærreservekrav og marginalt reservekrav for banker, økte primærreservekrav for finansieringsselskaper og innføring av primærreservekrav for livsforsikringsselskaper, samt garantireguleringer. Utlånsrentene fra bankene har økt som et resultat av økte kostnader, forårsaket av lav forrentning på de pliktige reservene og hevingen av pengemarkedsrenten.

De gjennomførte tiltak vil føre til redusert etterspørsel etter kreditt til konsum og realinvesteringer. Det kan synes som om foretak allerede har økt sine finansielle investeringer i form av obligasjoner. I tillegg må en regne med at bankene vil tape markedsandeler til andre finansinstitusjoner som følge av at bankenes rentemarginer vil måtte øke sterkere enn andres.

Det internasjonale valutamarkedet har vært preget av fortsatte fluktusjoner i kursene mellom hovedvalutaene. Dollarens svake utvikling i 1985 har stort sett fortsatt i

Figur 1.3. Kredittindikatoren



*Kredittindikatoren angir innenlandsk kreditttilførsel til private, foretak og kommuner. Det var sterk vekst i kredittindikatoren i 1985, og da særlig i annet halvår. Veksten i januar 1986 var høyere enn anslaget i Nasjonalbudsjettet.*

begynnelsen av inneværende år. I en erklæring etter et møte mellom de fem største industrilandene (G-5) i januar i år, ble det uttrykt tilfredshet med de resultater som er oppnådd med hensyn til å svekke dollarkursen. I erklæringen ble det for øvrig gitt uttrykk for at rentenivået heller burde gå ytterligere ned enn opp, men at det ikke var aktuelt med koordinerte tiltak. Senere har den japanske sentralbanken redusert sin diskonto for blant annet å stimulere innenlandsk etterspørsel. Til tross for dette har japanske yen fortsatt appresiert sterkt, noe som delvis må ses i sammenheng med nedgangen i oljeprisen. Fallet i oljeprisen har for øvrig bidratt til et



visst press nedover for britiske pund. Innenfor EMS har kursfluktuationene økt siden årsskiftet, og enkelte av valutaene har beveget seg ut mot grensen for sine respektive svingningsmarginer.

I desember og første uke av januar svingte kurvindeksen for norske kroner mer enn vanlig. Gjennomsnittskursen var lav. Fra og med uke 2 har kronen gjennomgående vært sterk. Særlig i årets første uker intervenserte Norges Bank med til dels betydelige beløp. I den aller siste tiden har kronen styrket seg markert, og kurvindeksen har ligget under 101.

Foreløpige tall viser at Norges Banks valutareserver ved utgangen av februar utgjorde 64,5 milliarder kroner. Andre fordringer på utlandet beløp seg samtidig til 37,6 milliarder kroner, mens netto termingjeld i valuta overfor norske banker var på 2,9 milliarder kroner. Reservene, pluss andre fordringer på utlandet fratrukket netto termingjeld til banker, er redusert med 10,5 milliarder kroner siden årsskiftet. Reduksjonen skyldes hovedsakelig Norges Banks intervensjoner, men også kursnedgang på amerikanske dollar.

Det internasjonale oljemarked og virkningen  
for norsk økonomi i 1986 av lavere oljepris

*Oljemarkedet fram til 1985*

I etterkrigstiden fram til 1973 var den nominelle pris på råolje praktisk talt uendret. Produsentlandene hadde dengang ingen organisert innflytelse på prisfastsettingen. Fra 1973 av endret markedsforholdene seg. OPEC brukte sin kartellmakt til å øke råoljeprisen fra 2,8 USD pr. fat i 1973 til 10,0 USD i 1974 (OPEC I). I de neste fire år endret oljeprisene seg igjen lite, og var i USA reelt regnet vel 4% lavere i 1978 enn i 1974.

Høsten 1978, etter den iranske revolusjon, ble Irans eksport kraftig redusert. Samtidig gikk konjunktorene oppover i industrilandene, og av frykt for mangel på olje fant det sted en stor lagerøkning. Resultatet av den økte etterspørselen etter olje og det reduserte tilbudet var at spotprisen på Saudi-Arabian Light kom opp i over 40 USD pr. fat ved utgangen av 1979. Krigen mellom Iran og Irak medførte ytterligere redusert oljetilførsel, og prisene steg enda mer. I 1978–80 gikk offisiell salgpris i USD på Arabian Light opp med 50% pr. år (OPEC II). Regnet i nasjonale

valutaer var stigningen noe mindre i de europeiske land og i Japan.

Sett i forhold til totalmarkedet, var svikten i tilførselen relativt liten. På kort sikt er bruken av råolje nært knyttet til det eksisterende, faste produksjonsutstyr i bedriftene og til oppvarmingsanlegg i boliger. På kort sikt er derfor etterspørselen etter olje relativt prisufølsom. Virkningen på prisene av små endringer i tilbudet blir dermed store.

I 1981–84 endret offisielle salgspriser notert i USD seg lite, men tenderte noe nedover fra 1983 av. Som følge av dollarens kursstigning fortsatte imidlertid prisstigningen på olje i Europa hele tiden fram til vinteren 1985. Europa og i mindre grad Japan opplevde vinteren 1985 noe som kanskje kunne fortone seg som et «OPEC III», men som egentlig var et «dollarsjokk». Tabell 2.1 og 2.2 samt figur 2.1 illustrerer prisutviklingen.

Priseksplosjonen i 1978–80, samt ettervirkningene av OPEC I, fikk i de etterfølgende fire årene betydelig effekt på oljeforbruket gjennom energisparetiltak og overgang til

Tabell 2.1. Råoljepriser. Offisiell salgpris på Saudi-Arabian Light omregnet til ulike valutaslag. Pris pr. fat.

	1960	1973	1974	1978	1980	1982	1985	28.2. 1986 <sup>1)</sup>
USD	1,7	2,8	10,0	12,6	28,5	33,1	27,7	16,4
DEM	6,7	7,4	25,7	25,2	51,9	80,3	81,5	37,1
FFR	7,9	12,4	47,8	56,7	120,6	21,5	248,5	112,0
GBP	0,6	1,1	4,3	6,5	12,21	8,9	21,5	11,3
NOK	12,1	16,0	55,0	65,9	140,8	213,6	237,8	114,5
JPY	580,6	759,5	2905,0	2643,7	6436,8	8244,2	6601,4	2952,0

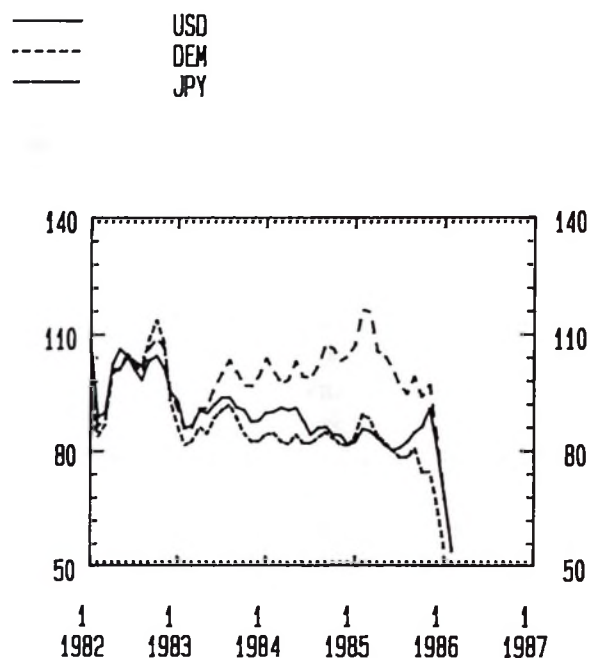
Kilde: IMF og OECD

<sup>1)</sup> Spotpriser på Brent Blend råolje. Kilde: Financial Times

andre energiformer. «OPEC III» i Europa forsterket dette. Reduksjonen i bruken av olje sett i forhold til bruttonasjonalproduktet var i perioden 1979–83 av omtrent samme størrelsesorden i Nord-Amerika og i Europa (5 1/2% pr. år), selv om prisene steg mer i Europa. I Japan var nedgangen vesentlig større (9,8% pr. år). I 1984 og 1985 ble denne reduksjonen moderert i alle tre regioner. En forklaring kan være at de enkleste muligheter for substitusjon og effektivisering nå var utnyttet, og at utbyttet av ytterligere tiltak i denne retning er avtakende. I løpet av 1985 kan også forventninger om et oljeprisfall ha redusert interessen for videre oljesparetiltak.

Prisøkningen på olje i 1970-årene bidro også til økt tilbud av olje. Det ble mer lønnsomt å bygge ut nye oljefelt. Produksjonen utenom OPEC-landene økte ganske jevnt, med gjennomsnittlig 6,5% pr. år fra midten av 1970-tallet og de neste ti årene. Samtidig gikk OECD-landenes oljekonsum ned med gjennomsnittlig 3,6% pr. år i siste del av denne perioden. OPEC-landene tapte da markedsandeler, og deres produksjon var på 15,9 millioner fat pr. dag (mbd.) i 1985, mot 30,7 mbd. så sent som i 1979.

Figur 2.1. Spotmarkedspris Brent Blend råolje. 1982 = 100



Spotprisen på Brent Blend råolje har vært nedadgående helt fra slutten av 1982, regnet i dollar. Utviklingen er stort sett lik når vi regner om til japanske yen. Det avspeiler at kursforholdet mellom amerikanske dollar og yen har vært relativt stabilt i perioden. Omregnet til tyske mark er tendensen annerledes. Som følge av dollarens appresiering steg råoljeprisen i Europa helt fram til vinteren 1985. Vinteren 1985 skjedde det samme i Japan. Denne oljeprisstigningen i Europa og Japan kan vi kalle OPEC III.

Tabell 2.2. Råoljepriser. Faste 1973-priser. Offisiell salgpris på Saudi-Arabian Light omregnet til ulike valutaslag. Pris pr. fat.

	1960	1973	1974	1978	1980	1982	1985	28.2. 1986 <sup>1)</sup>
USD	2,4	2,8	9,0	8,6	15,3	15,2	11,4	6,7
DEM	10,4	7,4	24,0	20,0	37,4	51,7	48,6	21,9
FFR	14,0	12,4	42,1	34,1	57,6	82,0	75,2	33,2
GBP	1,1	1,1	3,7	3,1	4,3	5,5	5,4	2,8
NOK	21,9	16,0	50,3	41,9	76,9	92,2	84,5	39,4
JPY	1269,0	759,5	2335,3	1551,4	3372,3	4009,2	3024,1	1335,4

Kilde: IMF og OECD

<sup>1)</sup> Spotpriser på Brent Blend råolje. Kilde: Financial Times.

I de senere år har altså markedet vært preget av tendenser til tilbudsoverskudd og press nedover på prisene. Fallet i OPEC-produksjonen skyldes selvpålagte beskrankninger for å holde prisen oppe. Landenes produksjonskapasitet er beregnet til ca. 27 mbd. I 1985 holdt de seg til et offisielt produksjonstak på 16,0 mbd. Flere av OPEC-landene produserte imidlertid mer olje enn hva deres kvote tilsa. Saudi-Arabia inntok rollen som «svingprodusent» og sørget for at totalkvoten ble overholdt. I tredje kvartal 1985 var landets produksjon helt nede i 2,4 mbd., mens kvoten var 4,4 mbd. Produksjonskapasiteten er langt større, nærmere 9 mbd. Dette innebærer at Saudi-Arabia er den reelle beslutningstager når det gjelder OPECs produksjonsnivå. I praksis var det altså Saudi-Arabia som sørget for at OPEC-produksjonen i 1983-85 var lav nok til å hindre et større prisfall.

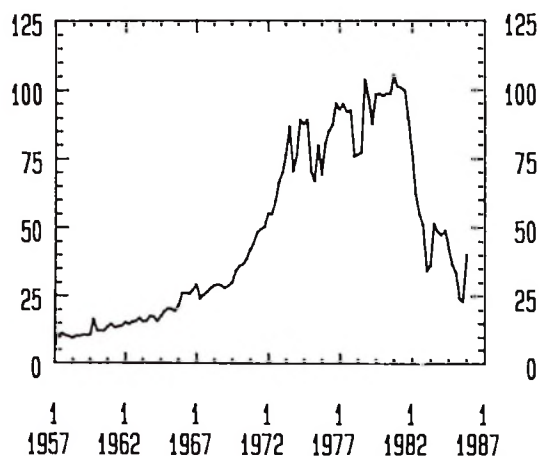
Som følge av produksjonsnedgangen falt landets eksportinntekter fra 120 milliarder USD i 1981 til 38 milliarder USD i 1984. Eksportinntekten i tredje kvartal 1985 tilsvarte på årsbasis kun 27 milliarder USD, og er det laveste kvartalstall siden slutten av 1973. Da prispresset startet i 1982, hadde Saudi-Arabia store finansielle fordringer, og trengte derfor ikke redusere importen i samme grad som eksporten falt. Landet har siden 1982 hatt et betydelig underskudd på

Tabell 2.3. Produksjon og etterspørsel etter råolje. Millioner fat pr. dag (mbd.).

	1973	1974	1978	1980	1982	1985
Totalt forbruk	48,8	47,1	51,5	49,7	46,0	45,6
OECD	40,5	38,8	42,1	38,7	34,6	34,0
Total tilførsel	49,1	48,5	51,3	50,4	44,9	45,5
OPEC	30,9	30,7	29,9	26,6	18,6	15,9
OECD	13,9	13,3	14,1	14,8	15,5	17,2
Andre	4,3	4,5	7,3	9,0	10,8	12,4

Kilde: IEA

Figur 2.2. Produksjon av råolje. Saudi-Arabia. 1980 = 100



Oljeproduksjonen i Saudi-Arabia økte betraktelig i 1970-årene, og var 160% høyere i 1980 enn i 1970, men ble så redusert med 70% fram til 1985. Selv etter produksjonsøkningen i fjerde kvartal i fjor ligger nivået vel 60% lavere enn toppnivået i fjerde kvartal 1980.

betalingsbalansen. Underskuddet kom opp i 24 milliarder USD i 1984.

Saudi-Arabias problemer med betalingsbalansen er trolig en viktig årsak til OPECs endrede strategi og de nylig gjennomførte produksjonsøkninger. På et OPEC-ministermøte i slutten av november 1985 ble det bestemt at organisasjonen skulle opprettholde en gitt markedsandel fremfor å forsvare et gitt prisnivå.

Saudi-Arabia økte sin produksjon slik at den i fjerde kvartal 1985 og i januar 1986 omtrent tilsvarte landets kvote innen OPECs tidligere produksjonstak. OPECs totale produksjon i fjerde kvartal 1985 kom da opp i 17,6 mbd. Sammen med marginale produksjonsøkninger i OECD kom totaltilbudet opp i 47,5 mbd., som er 3,5% høyere enn ett år tidligere.

Saudi-Arabias mål er trolig å tvinge andre OPEC-land til å ta sin del av de nødvendige begrensninger av produksjonen og/eller å få land utenom OPEC til å redusere sin produk-



sjon. Mexico og OPEC-landene Venezuela, Nigeria, Algerie, Ecuador og Gabon vil relativt raskt få problemer med betalingsbalansen med dagens prisnivå.

Produksjonsøkningen i fjerde kvartal 1985 er den direkte årsak til det kraftige prisfall på råolje som inntraff i slutten av januar 1986. Deretter har spotprisen på Brent Blend olje variert mellom 14 og 19 USD pr. fat, mens den var så høy som nesten 31 USD pr. fat i slutten av november 1985. Prisbevegelsene fra dag til dag i februar syntes å svinge i takt med rykter om hvorvidt OPEC ville bli enige om et nytt, lavt produksjonstak og om land utenfor OPEC (Storbritannia og Norge) ville redusere sin produksjon. Prisene i de langsiktige kontrakter norsk råolje selges etter, vil raskt reflektere spotmarkedsprisene. For naturgass vil tidsforskyvningen være noe lengre.

Regnet i norske kroner var prisen ca. 114 ved månedsskiftet februar—mars. I faste 1973-

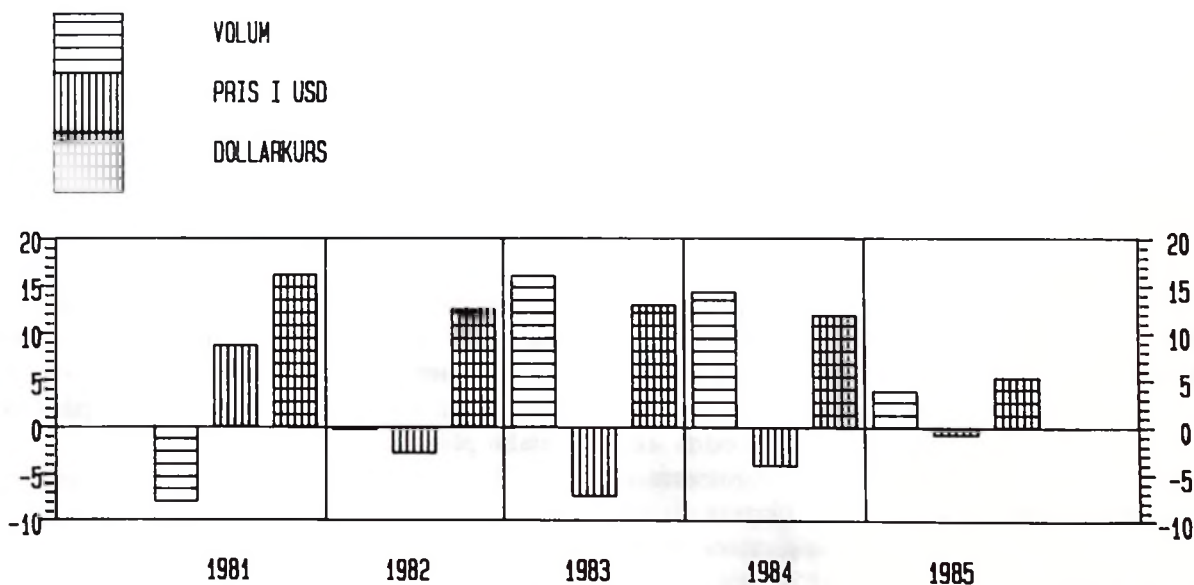
priser tilsvarer det NOK 39,4, som er nesten 60% lavere enn 1982-nivået. Nedgangen regnet i norske kroner ble forsterket av at kursforholdet mellom norske kroner og amerikanske dollar falt fra 7,57 i begynnelsen av januar til i underkant av 7 i slutten av februar.

### Oljeprisen i 1986 og norsk økonomi

Utvinningen av råolje og gass i Norge startet i 1971. I 1985 utgjorde denne sektoren 19,1% av bruttonasjonalproduktet. Av samlet eksportverdi for Norge sto råolje og naturgass for 35,7%. Skatter og avgifter på petroleumsektoren utgjorde 21,2% av statens totale inntekter.

I Salderingsproposisjonen for 1986 baserte Finansdepartementet sine anslag på en gjennomsnittlig oljepris på 180 NOK i 1986. Som

Figur 2.3. Prosentvis bidrag til endret eksportverdi av norsk råolje og naturgass



Siden 1981 er det særlig appresieringen av amerikanske dollar overfor norske kroner som har bidratt til økt verdi på norsk eksport av råolje og gass. Prisen på verdensmarkedet har virket negativt inn. Volumøkningene har vært mindre enn på 1970-tallet. Veksten i 1985 på 3,9% er den minste etter 1975 med unntak av 1981 og 1982, da det var nedgang.

nevnt kom spotprisen på Nordsjøoljen i slutten av februar ned i 114 NOK. Oljemarkedet er nå meget labilt, og ingen kan ha sikre formeninger om oljeprisens utvikling i resten av året. Det Internasjonale Energibyråets (IEA) prognoser for 1986 innebærer at etterspørselen etter OPEC-olje i annet kvartal kan komme ned i 14,3 mbd., forutsatt at det ikke skjer noen lagerendring. OPEC-landenes produksjon i januar er anslått til 17,2 mbd. Dollarkursens bevegelser i tiden fremover er også usikker. Men muligheten for at oljeprisen skal holde seg på et lavt nivå resten av året, er i alle fall til stede.

Om en beregningsteknisk legger til grunn en oljepris i norske kroner på 100, mot 180 forutsatt i Salderingsproposisjonen, vil dette *isolert sett* redusere eksportinntektene med nesten 24 milliarder kroner. I Salderingsproposisjonen forutsatte man omtrent uendret produksjon fra 1985 til 1986. Men dersom olje- og gassutvinningen i 1986 blir som i fjerde kvartal 1985, vil produksjonen øke med 9% fra 1985 til 1986. Isolert sett vil dette øke eksportinntektene med om lag 4 milliarder kroner. Både eksport- og importpriser på varer og tjenester utenom petroleumsprodukter vil stige mindre enn tidligere antatt. Dette antas å bedre driftsbalansen for 1986 med om lag 1 milliard kroner. *Driftsbalansen* overfor utlandet vil da i 1986 kunne vise et underskudd på nesten 20 milliarder kroner. Det er her ikke tatt hensyn til at lavere dollarkurs vil påvirke andre størrelser i driftsregnskapet. Da Norge er i netto gjeldsposisjon overfor utlandet og en større andel av gjelden enn av fordringene er notert i dollar, vil lavere dollarkurs bidra til å redusere underskuddet i rente- og stønadsbalansen overfor utlandet. *Statsbudsjettets* underskudd før lånetransaksjoner er under disse forutsetninger beregnet til 5-10 milliarder kroner.

Ifølge OECD vil et fall i oljeprisen medføre at OECD-landenes bruttonasjonalprodukt vil øke. Virkningen på produksjonen vil komme gradvis. Norges Bank legger nå til grunn at veksten i BNP i OECD fra 1985 til 1986 kan bli i underkant av 1/2% høyere enn

tidligere antatt, som følge av oljeprisfallet. Budsjettpolitikken i USA blir som følge av Gramm-Rudman-loven trolig strammet mer til enn hva en tidligere har forutsatt. Norges Bank antar derfor at OECD-landenes samlede produksjonsøkning fra 1985 til 1986 neppe blir mer enn 1/4% høyere enn tidligere antatt. Markedet for norsk eksport av varer og tjenester utenom petroleumsprodukter vil da bedres noe. Men dette motvirkes av at petroleumsprodukter utgjør en lavere andel av vareinnsatsen i Norge enn hos våre handelspartnere, slik at den kostnadmessige konkurransevne svekkes. Driftsbalansen i 1986 vil derfor neppe i særlig grad bedres gjennom økt eksport av andre varer og tjenester. I et lengre tidsperspektiv vil dette kunne bli annerledes.

Hovedeffektene av en lavere pris på råolje og gass for norsk økonomi i 1986 er en vesentlig svakere driftsbalanse og et underskudd på statsbudsjettet. Som omtalt i hovedbildet, reduseres konsumprisveksten noe. Det innenlandske aktivitetsnivå øker bare marginalt, som følge av lavere inflasjon og høyere eksport av tradisjonelle varer, forutsatt uendret økonomisk politikk.

På kort sikt vil ikke produksjonen i Nordsjøen påvirkes av oljepriser på dagens nivå. Prisen må under 10 USD pr. fat før de variable kostnader ikke dekkes. Mange prognoser peker mot stigende realpris på råolje en gang i 1990-årene. På finansielle plasseringer internasjonalt kan en nå regne med en realavkastning på 6-7%. Hvis realprisen på råolje øker mer enn dette, vil en utsettelse av produksjonen likevel være lønnsom. Men det er stor usikkerhet knyttet både til utviklingen i realprisen på råolje og til avkastningen på finansielle plasseringer.

Om oljeselskapene forventer at prisen stabiliseres på 20 USD pr. fat eller lavere resten av 1980-årene, vil dette få konsekvenser for igangsettingen av nye prosjekter i Nordsjøen. Påløpte investeringskostnader i 1986 i sektoren antas å bli 43,4 milliarder kroner, og utgjør dermed en meget betydelig etterspørselskomponent.

## Valutaregulering og kapitalbevegelser

*Innledning*

Valutareguleringen inngår, sammen med andre økonomiske virkemidler, i den stabiliseringspolitiske styringen av norsk økonomi. Gjennomføringen av valutareguleringen er særlig innrettet mot ønsket om å kunne føre en selvstendig penge- og kredittpolitikk i Norge. Hvis endringer i det norske rentenivået fører til store variasjoner i kapitalbevegelserne med utlandet, vil det være vanskelig å føre en selvstendig penge- og kredittpolitikk. Dersom valutareguleringen kan bidra til å redusere variasjonene i disse kapitalbevegelserne, vil den innenlandske penge- og kredittpolitikk kunne bli mer effektiv.

Ved inngangen til 1986 er norsk økonomi preget av et betydelig etterspørselspress som følge av sterk vekst i så vel privat konsum som investeringer. Gjennom de seneste måneder er penge- og kredittpolitikken strammet til, blant annet ved en heving av rentenivået. Dette vil isolert sett trekke i retning av større kapitalinngang til Norge. Hvis denne kapitalinngangen ikke motsvares av et tilsvarende driftsunderskudd overfor utlandet, vil Norges Bank kjøpe valuta og selge kroner for å unngå en endring i valutakursen. Innenlandske sektorer blir dermed tilført likviditet. Dersom denne likviditetstilførselen ikke nøytraliseres, vil dette trekke i retning av et lavere rentenivå i Norge og bidra til ytterligere etterspørselspress.

I det følgende skal vi se nærmere på sammenhengen mellom valutareguleringen, kapitalbevegelser og utviklingen i publikums likviditet.

*Valutareguleringen*

På grunnlag av Storvik-utvalgets utredning (NOU 1983:54), ble det i 1984 gjennomført en rekke endringer i valutareguleringen. De viktigste var:

- innlendinger fikk adgang til å kjøpe utenlandske børsnoterte aksjer
- utlendinger fikk adgang til å kjøpe både børs- og ikke-børsnoterte aksjer i Norge
- krav om lisens for inngående direkte investeringer ble opphevet
- forbudet mot å ta opp varekreditter i utenlandske finansinstitusjoner med inntil fem års varighet i utenlandsk valuta ble opphevet
- beløpsgrensen for kjøp av turistvaluta ble hevet
- adgangen til kjøp av feriehus i utlandet ble lettere.

I 1985 ble det gjennomført ytterligere endringer i reguleringen ved at:

- norske bedrifters adgang til kontohold i utenlandsk valuta ble utvidet, og
- adgangen for norske privatpersoner og bedrifter til å kjøpe obligasjoner denominert i valuta ble utvidet.

I løpet av 1984 og 1985 ble det dessuten gjennomført endringer som medførte at innlendingers adgang til å kurssikre inntekter og utgifter i valuta ble utvidet.

Sammenfatningsvis kan en si at valutareguleringen er blitt betydelig liberalisert. På enkelte områder har en likevel valgt å opprettholde en relativt streng regulering, spesielt i forbindelse med inngående kapitalbevegel-



ser. Dette gjelder særlig innlendingers adgang til å oppta finansielle lån i utlandet og utlendingers adgang til å kjøpe norske obligasjoner.

### Valutaregulering og pengepolitisk styring

Ettersom valutareguleringen i hovedsak påvirker publikums kapitaltransaksjoner med utlandet, skal vi i det følgende se nærmere på sammenhengen mellom publikums kapitaltransaksjoner med utlandet og utviklingen i publikums likviditet. Tabell 3.1. viser utviklingen i de enkelte tilførselskomponenter av publikums likviditet for perioden januar – november 1985.

Tabell 3.1. Endring i publikums likviditet<sup>1) 2)</sup> (milliarder kroner)

	Jan. – nov. 1985
A. Innenlandsk tilførsel	51,6
Av dette:	
Tilførsel fra sentralmyndighetene	7,8
Tilførsel fra bankene	43,8
B. Publikums netto kjøp av valuta	32,6
C. Endring i pengemengden (A–B)	19,0

Kilde: Norges Bank

<sup>1)</sup> Publikum er i det følgende definert som summen av alle innenlandske sektorer bortsett fra sentralmyndighetene (stats- og trygdeforvaltning, statsbankene og Norges Bank) og private banker.

<sup>2)</sup> Analysen som følger er begrenset til perioden januar – november 1985, da en ennå ikke har fullstendige utenriksregnskapstall for hele 1985.

I denne perioden var der en innenlandsk likviditetstilførsel på vel 50 milliarder kroner. Denne fremkom i hovedsak ved tilførsel fra forretnings- og sparebanker. Inndragning av likviditet ved publikums kjøp av valuta førte imidlertid til at pengemengdeveksten ble vesentlig lavere, vel 19 milliarder kroner. Tabell 3.2. viser sammenhengen mellom publikums netto valutakjøp ifølge likviditets-

Tabell 3.2. Publikums nettokjøp (+) og nettosalg (–) av valuta januar – november 1985 (milliarder kroner)

	Netto valutakjøp	Fra Utenriksregnskapet		Korreksj. <sup>1)</sup>
		Drift	Kapital	
Andre finansinst.	1,7	2,9	-1,2	0,0
Kommuner	1,4	0,8	0,6	0,0
Petroleum- utvinning	-30,8	-70,1	0,5	38,8
Sjøfart	-6,2	-11,9	5,7	0,0
Andre sektorer	52,4	58,9	-1,8	-4,7
Uforklart diff.	14,1		14,1	
<b>Totalt</b>	<b>32,6</b>	<b>-19,4</b>	<b>17,9</b>	<b>34,1</b>

Kilde: Norges Bank

<sup>1)</sup> Korreksjonspostene består i hovedsak av petroleumsskatter (likviditetsinndragning fra petroleumssektoren), statlige utgifter til petroleumsvirksomhet (likviditetstilførsel til petroleumssektoren) og valutalån i norsk bank til andre innenlandske sektorer (likviditetstilførsel).

statistikken, og publikums drifts- og kapitalbalanse ifølge utenriksregnskapet, samt visse korreksjonsposter.

Publikums netto valutasalgs påvirkes i særlig grad av driftsbalanserresultatet for sektorene petroleumsutvinning, sjøfart, og andre innenlandske sektorer. Netto valutasalget var i mindre grad et resultat av netto kapitaltransaksjoner med utlandet i denne perioden. Netto kapitalinngangen har imidlertid variert betydelig fra år til år. Tabell 3.3 viser utviklingen i netto kapitalinngang for petroleum, sjøfart og andre sektorer for perioden 1982 til november 1985.

Tabell 3.3. Netto kapitalinngang. Inngang (+), utgang (–) (milliarder kroner)

	1982	1983	1984	1985 (jan. – nov.)
Petroleum	5,3	-0,9	-1,8	-0,5
Sjøfart	5,3	1,6	-1,4	-5,7
Andre	0,0	-6,7	2,1	1,8
<b>Total</b>	<b>10,6</b>	<b>-6,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-4,4</b>



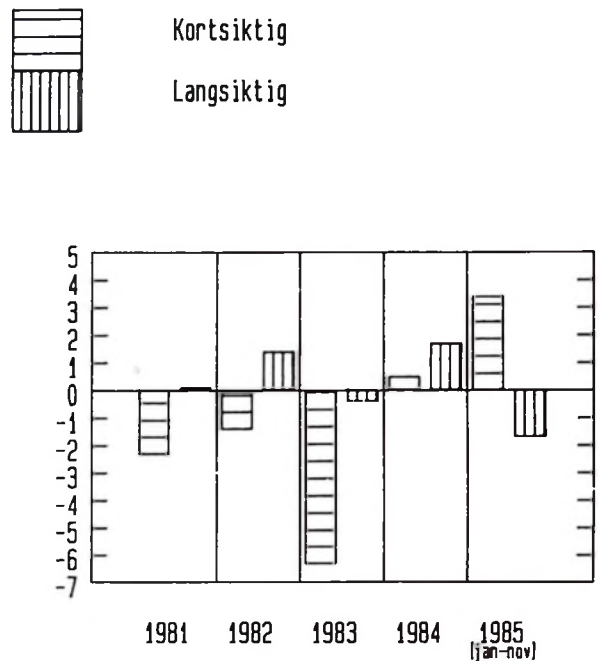
Det fremgår at endringene fra år til år for disse tre sektorene totalt har vært betydelige (16 milliarder kroner fra 1982 til 1983). I den grad netto kapitalinngangen til petroleum og sjøfart har variert fra år til år er dette i og for seg ikke overraskende, siden valutareguleringen lenge har vært praktisert svært liberalt overfor disse sektorene. En har ønsket å unngå de forstyrrelser i økonomien for øvrig som ville oppstått om store investeringsprosjekter innenfor petroleum og sjøfart skulle vært finansiert på det innenlandske lånemarkedet. En har derfor i alle år lagt opp til at disse sektorene dekket sine finansieringsbehov i utlandet. Økte investeringer fører da til større kapitalinngang<sup>1)</sup>.

Netto kapitalinngangen til andre norske sektorer har imidlertid også variert betydelig fra år til år. Dette kan skyldes endringer i netto kortsiktig eller netto langsiktig kapitalinngang (figur 3.1).

Endringene har vært størst fra år til år for den kortsiktige kapitalinngangen. Gjennom 1984 og 1985 var det en sterk økning i denne kortsiktige inngangen. Oppgang i det norske rentenivå i forhold til utlandet har gjort det mer attraktivt å utnytte renteforskjellene mellom Norge og utlandet, og større integrering av de internasjonale finansielle markeder og økt internasjonalisering av norsk næringsliv har gjort det lettere. Dette måtte forventes å føre til en økt kortsiktig netto kapitalinngang. Endringene var imidlertid store også før en hadde gjennomført de siste liberaliseringene i valutareguleringen. Dette var ikke tilsiktet, og tyder på at valutareguleringen gir begrensede muligheter for å påvirke de kortsiktige kapitaltransaksjoner.

I perioden 1983–85 var bruttokapitalinngangen til andre innenlandske sektorer i

Figur 3.1. Nettokapitalinngang, andre norske sektorer (milliarder kroner)



Figuren viser utviklingen i netto langsiktig og kortsiktig kapitalinngang for andre norske sektorer.

Det har vært til dels store variasjoner i netto kortsiktig kapitalinngang. Netto langsiktig kapitalinngang har variert vesentlig mindre. Dette kan tyde på at valutareguleringen virker mer effektivt på de langsiktige kapitaltransaksjonene med utlandet.

gjennomsnitt om lag 30 milliarder kroner pr. år. Av dette utgjorde *kortsiktig* kapital om lag halvparten. Slik den praktiseres i dag, er valutareguleringen i første rekke innrettet mot de 15 milliarder kroner som utgjør den *langsiktige* kapitalinngang til private utenom petroleum- og sjøfartssektorene.

Det har vært en betydelig økning i både brutto langsiktig inngang og utgang (figur 3.2). Tabell 3.4 viser hva som har forårsaket denne kraftige veksten mellom 1982 og 1985.

<sup>1)</sup> Etter hvert som petroleumssektoren blir stadig mer integrert i norsk økonomi, vil denne liberale praktisering av valutareguleringen kunne skape forstyrrelser i den innenlandske økonomien. Dette kan skje ved at petroleumssektoren tar inn kapital og kanaliserer denne videre inn i annen innenlandsk virksomhet. Det er imidlertid vanskelig å finne data som kan vise om dette har skjedd i noe vesentlig omfang.

Vi ser at:

- netto kapitalinngang varierte lite i denne perioden
- det var liten vekst i inngangen av langsiktige lån
- direkte investeringer i Norge økte lite, mens direkte investeringer i utlandet økte noe mer, og
- det var en betydelig vekst i utlendingers kjøp/salg av norske aksjer og verdipapirer.

Det har kun vært små variasjoner fra år til år i netto langsiktig kapitalinngang til private utenom petroleums- og sjøfartssektoren. Inngangen av langsiktig lånekapital til sektoren har *ikke* økt i særlig grad gjennom perioden på tross av økte forskjeller i rentenivået mellom Norge og utlandet. Dette må tilskrives den stramme reguleringen av låneopptak i utlandet, («tak-reguleringen»). Inngangen ville nok vært betydelig større om en ikke hadde regulert slike lån. Videre må den kraftige veksten i inngang og utgang av aksjer sees i sammenheng med den liberalisering av slike transaksjoner som ble vedtatt i 1984.

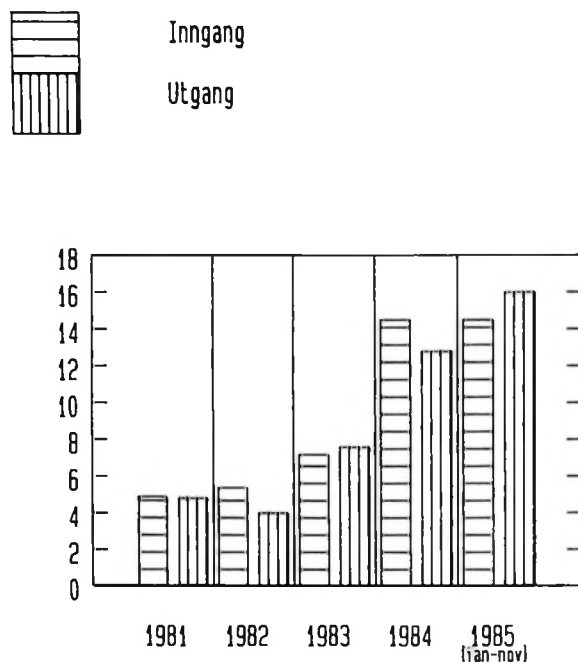
Tabell 3.4. Langsiktig kapitalbalanse, andre norske sektorer (milliarder kroner)

	1982	1983	1984	1985 (jan. – nov.)
<i>Inn:</i>	5,4	7,2	14,5	14,7
Lån	3,2	3,2	3,2	3,7
Direkte investeringer i Norge	0,4	0,2	0,7	0,8
Aksjer <sup>1)</sup>	0,7	2,6	8,3	8,2
Annet	1,1	1,2	2,3	2,0
<i>Ut:</i>	4,0	7,6	12,8	16,4
Avdrag lån	1,5	3,0	3,5	3,2
Direkte investeringer i utlandet	1,1	1,5	1,8	3,0
Aksjer <sup>2)</sup>	0,4	1,6	5,6	8,2
Annet	1,0	1,5	1,9	2,0
<i>Netto:</i>	+1,4	-0,4	+1,7	-1,7

<sup>1)</sup> Utlendingers kjøp av norske aksjer

<sup>2)</sup> Utlendingers salg av norske aksjer; innlendingers kjøp/salg av utenlandske aksjer er i utenriksregnskapet ført som kortsiktige kapitaltransaksjoner.

Figur 3.2. Langsiktig kapitalinngang/utgang, andre norske sektorer (milliarder kroner)



Det har vært en betydelig økning i både bruttoinn- og -utgang av langsiktig kapital til denne sektoren. Dette har delvis sammenheng med den liberaliseringen av valutareguleringen som ble gjennomført i løpet av 1984.

Dette tyder på at langsiktige kapitaltransaksjoner har vært sterkt påvirket av valuta-reguleringen. Dette bestyrkes av at det norske rentenivået for obligasjoner er høyere enn rentenivået for kroneobligasjoner i utlandet, noe som ikke ville vært mulig dersom ikke valutareguleringen gav en avskjerming av det innenlandske kredittmarked.

#### Kapitalbevegelser mellom utlandet og bankene

Også andre innenlandske sektorer enn publikum vil kunne ha kapitaltransaksjoner med utlandet. I perioden januar – november 1985 sto særlig forretnings- og sparebankene for en betydelig kapitalinngang (vel 29 milliarder kroner).

Det er en nær sammenheng mellom kapitalinngangen til banksektoren og utviklingen i valutaterminmarkedet. Dette henger til dels sammen med at norske banker er pålagt å holde sine samlede valutaposisjoner tilnærmet lik null, et krav som dels har sin bakgrunn i valutapolitiske og dels i sikkerhetsmessige motiver. I den grad en bank selger norske kroner på termin, dvs. for fremtidig levering til en gitt valutakurs, vil den få en «skjev» valutaposisjon. Den må derfor enten gjøre en motgående terminhandel, eller den kan avdekke valutakursrisikoen ved å gjøre en motgående spottransaksjon.

En bank som selger kroner på termin (for eksempel til et oljeselskap) får en fordring i valuta og tilsvarende en gjeld i kroner. For å avdekke kursrisiko vil banken normalt skaffe seg en tilsvarende valutagjeld ved å låne i utlandet og veksle dette om til kroner. Norges Bank må dermed, for å holde kronkursen, kjøpe valuta og selge kroner. Resultatet blir økte internasjonale reserver i Norges Bank og økt kronelikviditet i banksystemet.

Det er i første rekke utviklingen i bankenes nettobeholdning av valuta på termin («netto-terminposisjon») som påvirker omfanget av kapitalinngangen fra utlandet til bankene (figur 3.3).

Bankenes nettoterminposisjon i valuta har variert betydelig i forbindelse med petroleumsskatteterminene, men det har i tillegg vært en kraftig underliggende vekst (fra vel 5 milliarder kroner i januar 1984 til vel 25 milliarder kroner ved utgangen av oktober 1985).

*Tabell 3.5. Bankenes nettofordring i valuta på termin (ved utgangen av måneden, milliarder kroner)*

	jan. 1984	jan. 1985	okt. 1985
Sjøfart	1,5	2,8	5,0
Petroleumsvirksomhet	1,9	1,9	1,6
Fastlands-Norge	4,1	8,5	13,0
Utlandet	2,9	7,8	6,8
<b>Totalt</b>	<b>10,4</b>	<b>21,0</b>	<b>26,4</b>

Kilde: Norges Bank

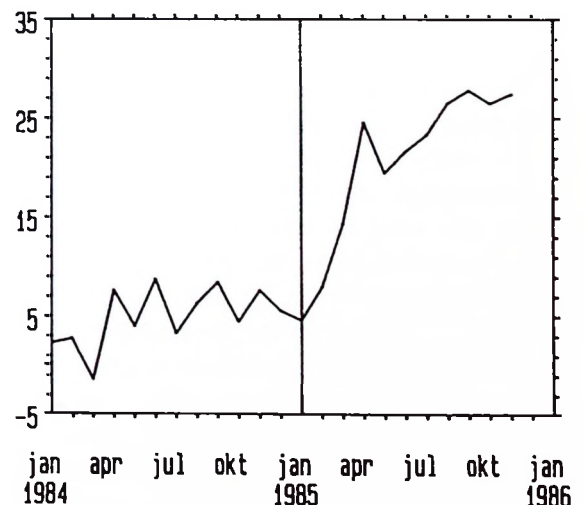
I tabell 3.5 er veksten i bankenes nettoterminposisjoner fordelt på ulike sektorer.

Den kraftige veksten i norske bankers netto terminposisjon kan i hovedsak tilskrives økt netto-terminposisjon vis-à-vis innenlandske sektorer. Dette betyr at disse sektorene i stigende grad har solgt valuta (kjøpt kroner) på termin til bankene. Veksten i norske bankers netto terminposisjon overfor utlandet skyldes for en stor del norske oljeselskapers økte terminkjøp av kroner via utenlandske banker. Det har kun vært en mindre vekst i norske bankers netto terminposisjon vis-à-vis andre utenlandske sektorer.

### *Valutaregulering og terminmarkedet*

Hvorvidt norske sektorer ønsker å selge valuta på termin, vil avhenge blant annet av kurs- og renteforventninger. Det høye norske rentenivået i forhold til utlandet har resultert i en gunstig terminkurs (positivt termintil-

*Figur 3.3. Norske bankers netto terminfordringer i valuta mot kroner, eksklusive Norges Bank (milliarder kroner)*



*Det har vært en kraftig vekst i norske bankers netto terminfordringer i valuta mot kroner («netto terminposisjon») i løpet av 1985. Dette skyldes i hovedsak økt salg av kroner på termin til innenlandske sektorer.*



legg). I den samme perioden var den norske krone vurdert som relativt sterk, dvs. markedet forventet ikke en depresiering av kronen. I denne situasjonen er det ikke overraskende at publikum i stadig større grad har ønsket å kurssikre fremtidige valutainntekter. Valutareguleringens forskrifter setter imidlertid visse grenser for publikums adgang til å kurssikre fremtidige inntekter eller utgifter i valuta. Følgende vilkår må oppfylles for at en norsk bank skal kunne kjøpe (selge) kroner på termin fra (til) innlending:

- det må kunne godtgjøres at terminkontrakten dekker en godkjent betaling
- terminkontraktens varighet må maksimalt dekke oppgjørstiden for den underliggende betaling, og
- terminkontrakten må beløpsmessig ikke overstige den underliggende betaling.

Disse vilkår skal sikre at det ligger kommersielle hensyn bak terminhandelen. Bankenes økte nettoterminposisjon mot norske sektorer må således tas som et uttrykk for reelle kommersielle behov. Ved kurssikringsforretninger har disse sektorene i realiteten fremskyndet en fremtidig kapitalinngang. Hvis det norske rentenivået derimot lå betydelig *under* utlandets, ville en motsatt kunne få en betydelig kapitalutgang via terminmarkedet.

Via terminmarkedet kan norske bedrifter i dag kurssikre inntekter og utgifter i valuta. Dette har vært en nødvendig utvikling i en periode med store variasjoner i valutakursene. Ved at adgangen til kurssikring utnyttes i vekslende grad, kan dette imidlertid, som vist, føre til betydelige kapitalbevegelser med utlandet via banksektoren. Dette vil kunne vanskeliggjøre den innenlandske likviditetsstyringen. Valutaterminmarkedet gjør det dessuten mulig for utenlandske sektorer å plassere fordringer i norske kroner til høy rente (ved å kjøpe norske kroner på termin). Utenlandske sektorer er ikke pålagt de vilkår for inngåelse av terminforretninger som gjelder for innenlandske sektorer, og en vil såle-

des kunne få rene «spekulative» terminkjøp av norske kroner via terminmarkedet.

Hittil ser det ikke ut til at bankenes termintransaksjoner med utlandet har økt sterkere enn det som er naturlig i forbindelse med normale forretningstransaksjoner. Utviklingen på dette området må imidlertid følges nøye i tiden fremover.

### *Oppsummering*

Siden petroleums- og sjøfartssektorens etterspørsel i relativt liten grad er rettet mot det innenlandske marked, har en ikke funnet grunnlag for å regulere disse sektorens finansielle transaksjoner med utlandet. Dette gjør det vanskelig å regulere Fastlands-Norges transaksjoner. Likevel synes det som en på en rimelig effektiv måte har klart å påvirke omfanget av langsiktige kapitalbevegelser mellom Fastlands-Norge og utlandet. Både avviket mellom rentene i det innenlandske obligasjonsmarkedet og Euro-kronemarkedet, samt stabiliteten i innlendingers langsiktige låneopptak i utlandet indikerer dette. Det synes imidlertid vanskeligere å gjennomføre en effektiv valutaregulering for kortsiktige kapitalbevegelser.

Fremvekst av et velutviklet terminmarked er en forutsetning for at eksport- og importbedrifter skal kunne foreta en nødvendig kurssikring av valutainntekter og -utgifter. Fremveksten av et terminmarked øker imidlertid potensialet for store variasjoner i kapitalbevegelsene med utlandet. Dette vil vanskeliggjøre den innenlandske penge- og kredittpolitikken. Valutaterminmarkedet gjør det dessuten lettere for utenlandske sektorer å foreta plasseringer i norske kroner som motvirker formålet med valutareguleringen. Utviklingen på dette området vil bli fulgt nøye, og behovet for et mest mulig effektivt fungerende terminmarked vil måtte vurderes mot de overordnede målsettinger for penge- og kredittpolitikken.



### Realøkonomi – Penge- og valutaforhold – Internasjonale valuta- og kapitalmarkeder

#### Realøkonomi

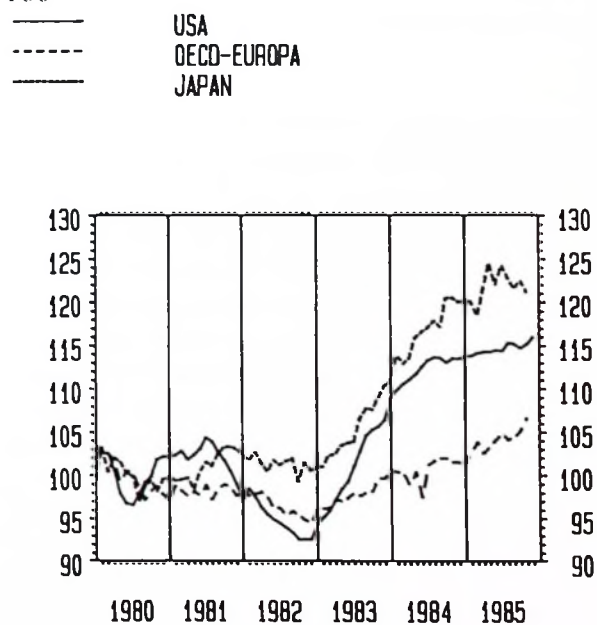
*Internasjonal bakgrunn.* Det internasjonale konjunkturbildet er fortsatt preget av moderat økonomisk vekst. Utviklingen i ledende indikator for amerikansk økonomi tyder imidlertid på at aktiviteten i USA er i ferd med å ta seg noe opp igjen etter stagnasjonen i fjerde kvartal i fjor. Således har veksten i industriproduksjonen økt i den senere tid samtidig som arbeidsledigheten er gått ytterligere ned. Fortsatt bidrar en ekspansiv finans- og pengepolitikk til å stimulere etterspørselen. I tillegg er det nå tegn til at bedriftenes lagernedbygging er i ferd med å reverseres. For øvrig vil nedgangen i dollarkursen etter hvert bidra til at den betydelige importlekka-sjen vil avta og eksporten styrkes. Det knytter seg imidlertid fortsatt usikkerhet til penge- og finanspolitikken og om målsettingen for nedskjæringer i budsjettunderskuddet vil bli realisert (Gramm-Rudmann loven). I Japan har industriproduksjonen falt i annet halvår, hovedsakelig på grunn av redusert eksport og lagerhold. Myndighetenes tiltak i den senere tid for å redusere rentenivået, og lavere oljepris vil sannsynligvis bidra til å stimulere innenlandsk etterspørsel i løpet av 1986.

I Europa har produksjonsveksten tatt seg noe opp mot slutten av 1985, hovedsakelig som følge av økt aktivitet i Vest-Tyskland og Storbritannia. Foreløpig er det ingen tegn til at utførselen er svekket, til tross for lavere markedsvekst. Skattelettelsen i Vest-Tyskland og inntektsvirkningen av lavere importpriser som følge av kursnedgangen for amerikanske dollar, vil gi viktige impulser til å holde intern etterspørsel i Europa oppe i 1986. Dette forsterkes hvis oljeprisen holder seg på det nåværende lave nivå i tiden frem-

over. På den annen side vil lavere importetter-spørsel fra de oljeproduiserende utviklingslan-dene i særlig grad berøre utførselen fra Vest-Europa. De positive nettovirkningene på kort sikt for aktiviteten i Europa av lavere oljepri-ser er derfor trolig små.

*Sammensatte konjunkturindikatorer.* Norges Banks ledende konjunkturindikator viste en nedgang på 0,1% fra november til desem-

Figur 4.1. Industriproduksjonen i noen utvalgte land og landområder, sesongkorrigert. 1980 = 100



I Japan er aktiviteten svekket i løpet av annet halvår 1985. I desember lå industriproduksjonen bare 1,7% høyere enn samme måned året før, mot 6,8% så sent som i juli. I USA og Europa har produksjonen derimot tatt seg opp mot slutten av 1985.

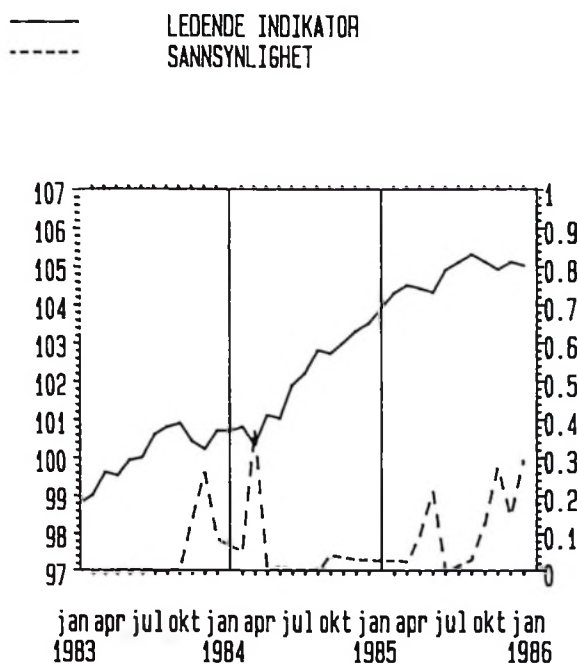
ber, ifølge foreløpige tall. Det har ikke vært noen klar tendens i denne indikatoren siden september. Største negative bidrag i desember kom fra eksportvolum for tradisjonelle varer. Den sammenfallende konjunkturindikator steg med 0,7% fra november til desember. Den har vært i entydig oppgang siden februar 1983. Tidsserier knyttet til arbeidsmarkedet gir det største positive bidrag til den sammenfallende indikatoren.

*Konsumetterspørsel.* Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap tiltok veksten i privat konsum gjennom 1985. Sammenlignet med samme periode året før, var økningen 6,2% i første halvår og 8 3/4 % i annet halvår. I motsetning til i 1983 og 1984 gikk varekonsumet sterkere opp enn tjenestekonsumet. Salget av nye biler var 49,3% høyere enn året før. Norges Bank har tidligere anslått konsumveksten fra 1985 til 1986 til vel 3%. Da konsumnivået ved inngang til 1986 er høyere enn tidligere antatt, innebærer dette at anslaget for 1986 trolig må justeres noe opp.

*Investeringssetterspørsel.* Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap økte investeringene utenom petroleumsvirksomhet og sjøfart med 3% fra 1984 til 1985. Oppgangen var størst i industrien med 16,7%, men betydelig også i mange tjenesteytende næringer, særlig innen varehandel og forretningsmessig tjenesteyting. Boliginvesteringene falt med 1,5%, som er en mindre nedgang enn forutsatt. Igangsettingen av andre bygg enn boliger var 13,2% høyere i 1985 enn i 1984.

Økningen i industriinvesteringene vil fortsette i 1986. Statistisk Sentralbyrås investeringsundersøkelse fra fjerde kvartal 1985 indikerer en sterkere volumvekst i 1986 enn i 1985 (20-50%). Størst økning i realkapitalen planlegges i produksjon av kjemiske produkter, mineralolje-, kull-, gummi- og plastprodukter, treforedling og innen produksjon av ikke-jernholdige metaller. Men det vil også bli vekst utenom utekonkurrerende industri.

Figur 4.2. Beregnet sannsynlighet for konjunkturtelt vendepunkt i den ledende indikatoren



*Den uklare tendensen i den ledende indikatoren har ført til økt sannsynlighet for at et toppunkt er passert. Sannsynligheten bør imidlertid være vesentlig høyere enn den er nå før en med rimelig grad av sikkerhet kan si at toppunktet er passert.*

Påløpte investeringskostnader innen petroleumsvirksomheten anslås til 43,4 milliarder kroner i år, en økning på 22,9% fra foregående år. Prisnedgangen på olje vil neppe berøre investeringsutviklingen i sektoren i 1986. Som omtalt i kapittel 2, kan vedvarende priser under 20 USD pr. fat imidlertid medføre at fremtidige investeringsprosjekter skrinlegges.

Gjennom 1985 var det sterk prisoppgang i bruktboligmarkedet. Dette burde isolert sett ført til økt nybygging. Men på grunn av den høye investeringsaktiviteten i næringslivet er det neppe realøkonomisk rom for særlig økt boligbyggeaktivitet i 1986.

Tabell 4.1. Utvalgte økonomiske indikatorer (Sesongkorrigerede tall 1980=100<sup>1)</sup>)

	1983	1984	1985	1985				%øvis endring		1985		1986
				K1	K2	K3	K4	Siste 4 kvartal	Nov.	Des.	Jan.	
<b>Etterspørsel - Produksjon</b>												
Detaljomsetningsvolum, 1979=100	100,8	101,8	112,5	108,0	111,1	112,8	117,4	13,3	118,8	116,0	...	
Uførte industriinvesteringer, verdi 1975=100	114,0	136,0	...	141,0	169,9	178,5	...	30,3	...	...	...	
Bygg igangsatt, i alt, 1000 kvm	636,0	611,3	640,3	562,3	664,6	689,8	603,0	3,1	633,9	484,3	...	
Herav: Boliger	434,1	391,5	393,7	330,1	396,2	420,0	382,3	2,3	408,2	320,6	...	
Bergverk og industri	41,9	53,1	61,0	40,0	71,3	69,9	62,0	-4,0	71,0	37,2	...	
Produksjon i bergverk m.v., industri og kraftforsyning	106,6	113,3	117,2	114,4	114,3	121,3	119,8	3,9	119,7	120,3	...	
Utvinnning av råolje og gass <sup>2)</sup>	111,3	124,4	131,3	134,2	123,4	124,8	142,6	6,0	144,7	148,9	...	
Industriproduksjon i alt	98,1	100,4	103,0	101,0	103,6	104,7	103,3	1,8	103,4	102,2	...	
Herav: Skjermet	90,2	90,7	93,8	93,8	95,5	93,7	92,5	4,0	91,2	91,0	...	
Utekonkurrerende	108,5	118,9	118,9	115,4	118,4	124,5	118,3	-2,5	117,5	118,4	...	
Hjemmekonkurrerende	94,6	94,8	98,8	96,8	98,8	99,4	100,4	3,7	102,0	98,8	...	
<b>Arbeidsmarked</b>												
Registrerte arbeidsløse, 1000	63,55	66,60	51,42	59,53	53,79	50,35	42,05	-32,5	42,29	38,54	36,91	
Ledige plasser, 1000	10,78	13,15	20,38	17,32	18,73	21,53	24,84	70,0	24,83	26,16	29,22	
Sysselsatte i alt, millioner	1,956	1,970	2,012	1,998	1,992	2,019	2,041	3,2	...	...	...	
<b>Priser - Kostnader</b>												
Konsumpriser, 1979=100	152,1	161,6	170,8	167,0	169,7	172,0	174,5	5,7	174,6	175,2	176,3	
Lønnskostnader pr. produsert enhet (LPE) i industrien	124,5	130,8	...	134,2	135,3	137,1	...	4,4	...	...	...	
Herav: Timekostnader	137,7	148,3	159,7	156,4	158,6	159,1	164,5	7,8	...	...	...	
Timeproduktivit	110,6	113,5	...	116,6	117,2	116,0	...	2,1	...	...	...	
<b>Utenrikshandel - Markedsvekst</b>												
Eksporthandel, trad. varer <sup>3)</sup>	112,1	117,0	119,6	120,2	118,7	121,6	118,3	-1,6	...	...	...	
Importvolum, - " -	96,3	109,3	122,5	121,1	117,1	122,3	129,5	15,7	...	...	...	
Eksporthandel, - " -	114,3	127,6	133,1	132,0	136,1	133,7	130,3	0,1	...	...	...	
Importpriser, - " -	116,0	119,6	127,2	123,9	129,0	128,5	127,0	3,3	...	...	...	
Bytteforhold, - " -	98,5	106,7	104,6	106,5	105,5	104,1	102,6	-2,9	...	...	...	
Varebalanse, - " - mrd.kr.	-32,13	-38,13	-54,05	-12,41	-11,89	13,89	15,78	...	-5,59	-5,27	-6,53	
Varebalanse, u/skip og plattform, mrd.kr.	31,91	40,20	30,37	9,04	8,82	7,67	4,85	...	0,95	2,10	-0,10	
Industriprod. viktigste markedsland	100,1	106,7	...	107,9	109,5	111,8	...	3,9	...	...	...	
Importvolum, viktigste markedsland	102,1	110,2	...	116,4	116,7	...	...	6,8	...	...	...	
<b>Konkurransenveindikatorer<sup>4)</sup></b>												
Relative LPE i industrien,	107,7	112,1	...	111,6	112,5	112,3	...	-0,4	...	...	...	
Relative eksp.priser, bearb. varer	93,9	95,9	...	96,5	95,8	93,1	...	-2,4	...	...	...	
Relative konsumpriser	110,5	111,7	112,9	112,3	112,4	113,3	113,6	1,6	113,7	...	...	

1) 1980 er basisår for alle serier der ikke noe annet er angitt.

2) Ikke sesongkorrigerede tall.

3) Uten skip, plattform, råolje og gass.

4) To kvartalers gjennomsnitt av sesongkorrigerede tall.

Kilde: Originaltallene er i hovedsak hentet fra Statistisk Sentralbyrå, IMF og OECD. De er sesongkorrigeret ved hjelp av X-11 Census Method, multiplikativ metode. Registrerte arbeidsledige er sesongkorrigeret ved additiv metode.



*Produksjonsutvikling.* Bruttonasjonalproduktet økte 4,4% i 1985, mot gjennomsnittlig 2,6% pr. år i 1980–84. Regnet eksklusive petroleumsvirksomhet, gikk produksjonen opp 4,1%, mens gjennomsnittet for 1980–84 var 1,7%. Høyest vekst var det for annen privat tjenesteyting, samferdsel og varehandel.

Industriproduksjonen økte 2,6%. Etter stagnasjon i første kvartal i 1985 økte den markert fram til juli. Deretter har produksjonen avtatt igjen, noe som skyldes utviklingen for utekonkurrerende sektor. I tremånedersperioden november–januar var utekonkurrerende industriproduksjon (sesongkorrigert) nesten 3% lavere enn i foregående tremånedersperiode. Et konjunkturtoppunkt er trolig passert for denne del av industrien. Et fall i produksjonen i utekonkurrerende industri i 1986 kan imidlertid bli noe dempet om oljeprisfallet leder til økt aktivitetsnivå i våre markedsland. Gjennom 1985 var det markert produksjonsoppgang for hjemmekonkurrerende industri, både av konsum- og investeringsvarer.

*Arbeidsmarkedet.* Den registrerte arbeidsledigheten (sesongkorrigert) falt i februar til 34 150. Dette er 1,6% av arbeidsstyrken, som er laveste registrering siden februar 1982. Tilgangen på og beholdningen av ledige plasser meldt til arbeidskontorene er også i sterk vekst. I januar var det en tilgang på 29 200 ledige plasser (sesongkorrigert), og beholdningen ved utgangen av måneden var 10 570. For begge størrelsene må en mer enn 10 år tilbake for å finne høyere tall. Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) fra Statistisk Sentralbyrå bekrefter at arbeidsmarkedet er svært stramt. I fjerde kvartal 1985 økte sysselsettingen sterkt, og tallet på arbeidssøkere falt. Antall langtidsledige går nå også tilbake. Sysselsettingen økte med 42 000 personer (2,1%) fra 1984 til 1985. Fordelt på næringer var veksten sterkest i skjermede og tjenesteytende bransjer, men innen industri samt bygg og anlegg var det også en viss oppgang.

Utførte årsverk økte i 1985 med 2,7%, som

er den sterkeste veksten siden gjenoppbyggingsperioden rett etter krigen. Den gjennomsnittlige arbeidstid økte dermed for annet år på rad for arbeidsmarkedet sett under ett. Men oppgaver for årets tre første kvartaler tyder på at det motsatte fant sted for industrien, noe som kan ha sammenheng med den svakere utvikling for utekonkurrerende industri.

*Pris- og kostnadsutvikling.* Konsumprisindeksen økte (sesongkorrigert) med 0,6% fra desember 1985 til januar 1986 (tilsvarende en årssats på 7,2%). Indeksen var i januar 6,0% høyere enn ett år tidligere, mot 5,6% i desember. Den høyere vekstrate skyldes at offentlige avgifter økte noe mer enn i januar i fjor, og at sesongsalget på klær og skotøy ga mindre utslag. Etter å ha avtatt markert gjennom 1985, tok også konsumvarenes engrospriser seg opp i januar, til 5,3% vekst i forhold til samme måned året før. Ifølge foreløpige tall fra Statistisk Sentralbyrå var timelønnen for arbeidere i norsk industri i fjerde kvartal 1985 7,3% høyere enn ett år tidligere. Lønnsglidningen kom da opp i nesten 7%. Fra 1984 til 1985 økte industriens timekostnader (inklusive obligatoriske sosiale utgifter) 8 1/4%. Relative lønnskostnader pr. produsert enhet for norsk industri forverret seg 1 1/2% fra 1984 til 1985.

*Råvarepriser.* The Economists indeks for råvarepriser i alt (utenom råolje) lå gjennomsnittlig 8,9% lavere i 1985 enn i 1984. Matvarer og jordbruksvarer falt begge med ca. 10%, mens metallvarer gikk ned 5%. Totalindeksen tok seg imidlertid merkbart opp gjennom fjerde kvartal og i januar. Selv om indeksen flatet ut i februar, var den i årets syv første uker 3,7% høyere enn i samme tidsrom 1985. Økningen mot slutten av 1985 og i januar fant særlig sted for matvarer. Selv om konjunkturoppgangen i OECD-landene kan bli noe styrket som følge av prisnedgangen på råolje, vil neppe etterspørselen etter råvarer



utenom olje endre seg vesentlig i 1986. Blant annet u-landenes gjeldsproblemer medvirker til at tilbudet av råvarer holdes oppe, slik at prisene fortsatt vil være under press nedover. Prisutviklingen for råolje er omtalt i kapittel 2.

*Utenriksøkonomi.* Importverdien av tradisjonelle varer økte fra 1984 til 1985 med 19,0%, mens eksportverdien for de samme varer steg med 6,5%. Importverdien (sesongkorrigert) har vært stigende gjennom 1985, mens eksportverdien har avtatt siden annet kvartal. Importprisene økte noe sterkere (6%) enn eksportprisene (4%), slik at bytteforholdet ble forverret med 2% fra 1984 til 1985. Underskuddet på tradisjonell varebalanse kom i 1985 opp i 54 milliarder kroner mot 38

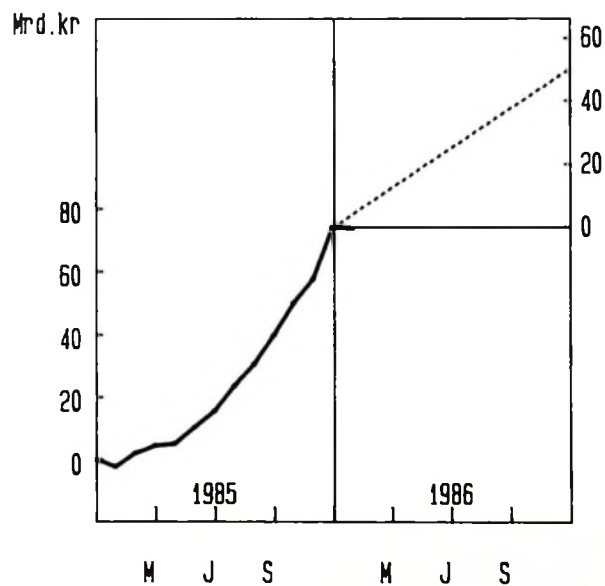
milliarder kroner i 1984. Eksportverdien av olje og gass beløp seg til 85 milliarder kroner i 1985 mot 78 milliarder i 1984. Foreløpige tall viser et overskudd på driftsregnskapet i 1985 på 26,6 milliarder kroner, som er av om lag samme størrelsesorden som i 1984.

#### *Penge- og valutaforholdene*

*Utviklingen i publikums likviditet.* I 1985 ble etter foreløpige tall veksten i publikums likviditet 42,8 milliarder kroner, eller 15,5%. Anslaget i Nasjonalbudsjettet for 1986 var på 13,5%. Innenlandske kilders bidrag til veksten i publikums likviditet var på 74,2 milliarder kroner eller 27,1%, mens anslaget i budsjettet var på 20,0%. Bidraget fra publikums

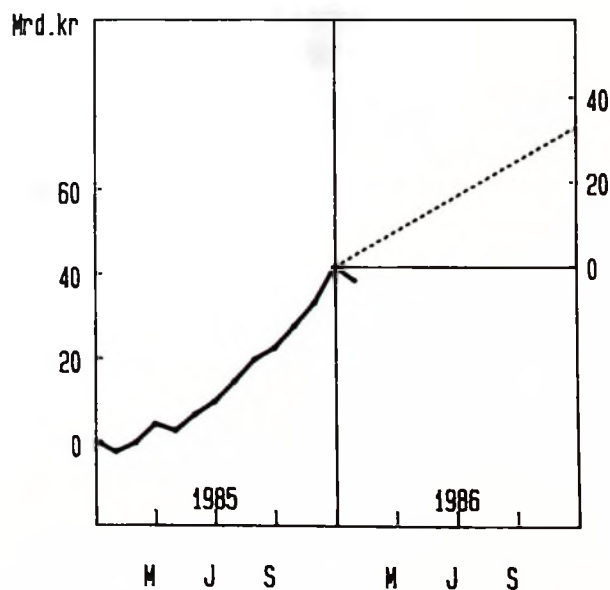
Figur 4.3. Innenlandsk likviditetstilførsel

----- Ford. over året av anslaget for 1986 fra nasjonalbudsjettet 1986  
 ———— Observert utvikling sesongkorrigert



Figur 4.4. Publikums likviditet

----- Ford. over året av anslaget for 1986 fra nasjonalbudsjettet 1986  
 ———— Observert utvikling sesongkorrigert



Både innenlandsk likviditetstilførsel og publikums likviditet viste meget sterk vekst på slutten av 1985 for så å vise en meget svak utvikling i januar. Veksten de siste 12 måneder fram til 1986 er fortsatt sterk.

Tabell 4.2. Innenlandsk kredittilførsel til private og kommuner (mill. kroner)

	1983	1984	1985 <sup>3)</sup>	Anslag Nasj.budsj	
				1985	1986
Forretnings- og sparebanker	13734	34510	51215	35000	23000
Spesialkvote	1002	1118	1123	1200	1000
Statsbanker <sup>1)</sup>	7197	7101	5679	7600	8700
Private finansieringsselskaper	2539	1867	2289	2200	1800
Skadeforsikringselskaper <sup>2)</sup>	531	452	300	700	750
Livsforsikr., pensjonskasser <sup>2)</sup>	4520	5049	7000	7000	7500
Kredittforetak, obligasjonsmarkedet <sup>2)</sup>	9292	7986	10000	8300	7800
Aksjemarkedet <sup>2)</sup>	2325	3828	5000	3800	4000
Annen kreditt	997	1198	308	0	-200
Innenlandsk kredittilførsel i alt	41135	61991	81791	64600	53350

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

<sup>2)</sup> Tallene for 1985 er anslag basert på 2 eller 3 kvartaler

<sup>3)</sup> Foreløpige tall

valutasalg var -11,6%, mot -6,5% i budsjettanslaget. Det er i første rekke bankenes utlånsvekst som har vært større enn anslått i Nasjonalbudsjettet. Tilførselen fra andre innenlandske kilder stemte bra overens med anslagene. Foreløpige tall for januar viser at veksttakten er noe dempet. De siste tolv måneder fram til utgangen av januar var likevel veksten i publikums likviditet 15,2%.

*Kredittilførselen.* Kredittilførselen fra innenlandske kilder til private og kommuner er anslått til 81,8 milliarder kroner i 1985. I Nasjonalbudsjettet var tilførselen anslått til 64,6 milliarder kroner. Private bankers utlån økte langt mer enn anslaget, men også kreditttilførselen over obligasjons- og aksjemarkedet har vært større enn antatt. Foreløpige tall for januar viser fortsatt sterk vekst i kredittilførselen.

Tabell 4.3. Endringer i publikums likviditet etter kilde.  
(I prosent av samlet likviditetsmasse ved inngangen til perioden.)

Likviditetstilførsel fra:	Regnskapstall		Siste 12 mndr. pr. 30.11.		Tall for 1985 i Nasj. budsj. 1986
	1984	1985	1984	1985	
A. Sentralmyndighetene	7,1	...	6,6	6,0	7,5
Ved inntektsunderskudd <sup>1)</sup>	5,9	...	6,4	6,1	6,3
Ved lånetransaksjoner	1,2	...	0,2	-0,1	1,2
B. Private banker <sup>2)</sup>	14,9	...	11,4	21,9	12,5
Innenlandsk likviditetstilførsel (A+B)	22,0	27,1	18,0	27,9	20,0
Publikums netto valutasalg til private banker <sup>3)</sup>	-2,1	-11,6	-1,7	-11,5	-6,5
Tilvekst i publikums likviditet	19,9	15,5	16,3	16,4	13,5

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

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

<sup>3)</sup> Ekskl. oljeskatter, men inkl. valutalån med lisens fra forretnings- og sparebanker, statens lån til Statoil og bankenes kronelån til oljevirksomheten.

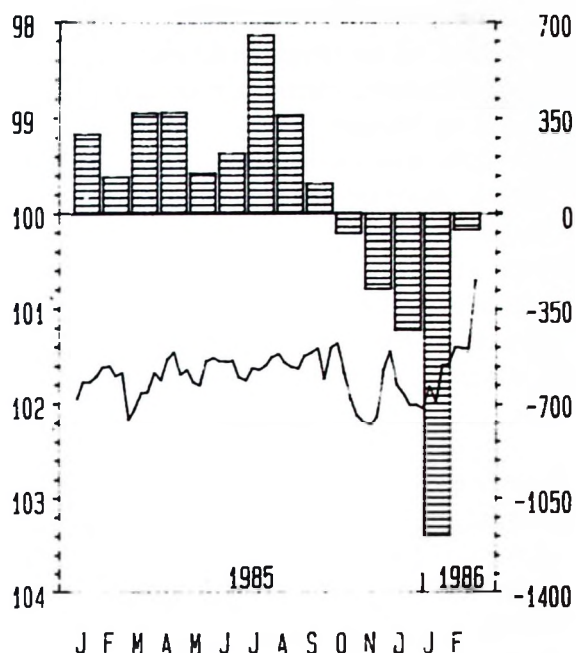
selen. Bankutlånene stod for nesten hele overskridelsen, som var på 1,4 milliarder kroner i forhold til Nasjonalbudsjettets anslag.

*Det norske valutamarkedet.* Det har vært betydelig uro i det norske valutamarkedet de siste månedene, særlig i første halvdel av januar. Norges Bank intervenerte med kjøp av kroner for omkring 3 milliarder kroner i desember og 9 milliarder kroner i januar. Kronkursen var lav og ustabil i ukene omkring årsskiftet. De store intervensjonene i januar førte til en klar styrking av kronen. Årsaken til uroen i markedet var trolig fallet i oljeprisene. Fra begynnelsen av uke 8 har kronen vært særlig sterk, med indeksverdier på 100,30–101,00.

*Norges Banks virkemiddelbruk.* Det har vært en underliggende stram likviditetssituasjon i hele det siste kvartalet. Dette har vært forårsaket av de høye reservekravene for banker og andre finansinstitusjoner og den store etterspørselen etter valuta i det norske markedet. Dessuten tegnet bankene og andre private seg for 6,5 milliarder kroner i statslånet som ble lagt ut i januar. Norges Bank har derfor måttet ta i bruk en rekke instrumenter for å tilføre bankene likviditet:

- De fleste av intervensjonene i valutamarkedet er gjort på termin for å utsette den likviditetsinndragende effekten.
- Det er inngått fire kjøp/gjenkjøpsavtaler med stats- og statsbankobligasjoner siden 1. desember. Utestående beløp på slike avtaler er nå omkring 22 milliarder kroner. Avtalene forfaller 2. mai.
- Det er inngått en rekke likviditetstilførende valutaswapper med bankene.
- Bankenes låneadgang i Norges Bank ble doblet fra siste låneperiode i fjor til første låneperiode i år. Fra første til annen låneperiode ble låneadgangen ytterligere tredoblet. Samtidig ble transjesystemet av-

Figur 4.5. Norges Banks kursintervensjoner<sup>1)</sup> og kurvindeksen<sup>2)</sup>



- <sup>1)</sup> Søylene angir netto kjøp (+) og salg (-) av valuta mot kroner i mill. dollar (høyre skala). Månedstall
- <sup>2)</sup> Kurven angir kurvindeksen (venstre skala). Ukegjennomsnitt. Stigende kurve angir høyere kronkurs.

*Fra oktober har det vært en underliggende tendens til depresiering av norske kroner. Norges Bank har motvirket dette ved betydelige intervensjoner. Særlig store var intervensjonene i forbindelse med fallet i oljeprisene i januar. I slutten av februar appresierte kronen kraftig uten at Norges Bank intervenerte.*

viklet, og alle lån skal fra 1. mars gis til rente 13,0%.

- Norges Bank har bekjentgjort at en vil begynne å handle med banksertifikater.

På grunn av den stramme likviditetssituasjonen har tegningen i statssertifikater vært liten.

Rentene på statslånene som ble bekjentgjort i desember, innebar en økning av de

lange rentene med omkring 0,5 prosentpoeng. Etter at Regjeringen i januar hadde vedtatt de nye kredittpolitiske tilstrammings tiltakene gjennomførte Norges Bank tiltak som bidro til en tilsvarende økning i pengemarkedsrentene. Hensikten med både Regjeringens og Norges Banks tiltak er å redusere den sterke kreditt- og likviditetstilførselen.

Fra 1. mars er dekortrenten på statskasserveksler redusert med 0,45 prosentpoeng. Dette vil gjøre det enklere for bankene å benytte statskasserveksler i sin kortsiktige likviditetstilpasning, og dermed redusere de kortsiktige svingningene i pengemarkedsrentene.

*Valutaregulering.* Det legges opp til en streng lisensieringspraksis for lån i utenlandsk valuta i 1986 (se rundskriv nr. 5/10. februar 1986). Lisenser for driftskreditter i utenlandsk valuta vil ikke gis automatisk fornyelse. Rammen for langsiktige lån i valuta («takreguleringen») er i Nasjonalbudsjettet 1986 satt til 2,5 milliarder kroner. Det antas at rammen vil bli trang, og man vil derfor ikke gi valutalisenser til fullfinansiering av investeringsprosjekter.

Reguleringen av bankenes valutaposisjoner («nullposisjonsreguleringen») ble endret ved årsskiftet. For de fleste bankene ble svingningsmarginene utvidet, men det presiseres at varige betydelige avvik i én retning ikke vil bli godtatt.

*Norges Banks fordringer i valuta.* Foreløpelige tall viser at Norges Banks valutareserver 28. februar utgjorde 64,5 milliarder kroner. Andre fordringer på utlandet utgjorde 37,6 milliarder kroner. Samtidig utgjorde termingjeld i valuta til norske banker 2,9 milliarder kroner og valutainnskudd i norske banker 3,2 milliarder kroner. Norges Banks fordringer på utlandet er betydelig redusert siste kvartal. Private banker har redusert sin utenlandsgjeld tilsvarende.

#### *Internasjonale valuta- og kapitalmarkeder*

*Valutamarkedene.* Kursen på amerikanske dollar har falt markert overfor alle sentrale valutaer siden tidlig i 1985. Svekkelsen har vært størst overfor japanske yen, der den bare siden årsskiftet har vært på ca. 10%. Nedgangen i dollarkursen har sammenheng med fallende dollarrenter og fortsatt svak vekst i amerikansk økonomi, men kan også ses i forbindelse med de uttalelsene som er kommet fra Japan og USA om at en fortsatt depresiering av dollaren er ønskelig.

Kursoppgangen for japanske yen tilskrives myndighetenes vilje til å holde valutaen sterk. Siden Japan må importere den oljen de trenger, blir økonomien sterkere som følge av de lavere oljeprisene.

Tabell 4.4. Valutakurser overfor amerikanske dollar<sup>1)</sup>

	1984		1985		1986		Endring i prosent <sup>2)</sup>	
	31. desember	31. desember	31. januar	28. februar	31.12.84— 31.12.85	31.12.85— 28.2.86		
Tyske mark (DEM)	3,1480	2,4595	2,3895	2,2195	-21,9	-9,8		
Pund sterling (GBP)	1,1625	1,4430	1,4130	1,4650	-24,1	-1,5		
Japanske yen (JPY)	251,15	200,60	191,50	180,37	-20,1	-10,1		
Sveitsiske franc (CHF)	2,5930	2,0725	2,0270	1,8747	-20,1	-9,5		
Franske franc (FRF)	9,6350	7,5510	7,3235	6,8290	-21,6	-9,6		

<sup>1)</sup> Valutaenhet pr. dollar, med unntak av pund sterling som er angitt som dollar pr. pund.

<sup>2)</sup> Positive endringstall angir sterkere dollar.



Sveitsiske franc har også vist en fastere utvikling. Dette tilskrives at oljeprisene har forsterket gjeldsproblemene til oljeproduserende land som Mexico og Venezuela, og at sveitsiske banker ikke er like eksponert overfor disse landene som amerikanske banker.

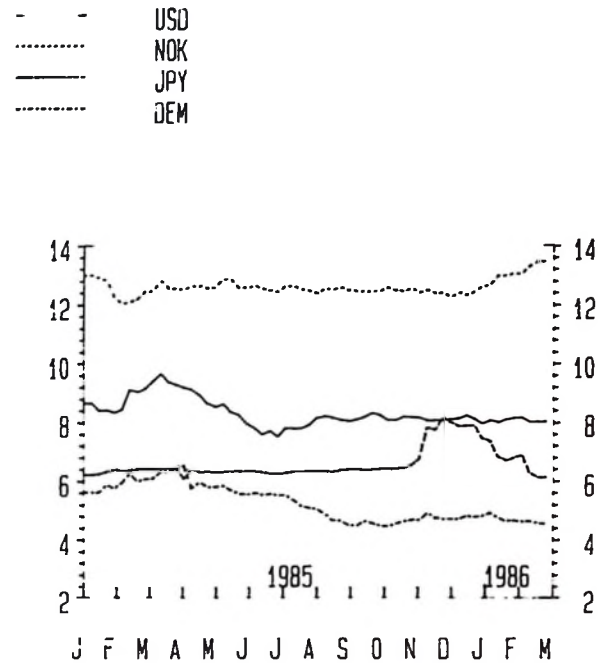
Pund sterling har siden årsskiftet blitt svekket overfor alle sentrale valutaer. Dette kan tilskrives de fallende oljeprisene, samt en viss uro med hensyn til den videre utviklingen på oljemarkedet.

Situasjonen innen EMS har tidvis vært noe spent. Enkelte valutaer har ligget tett opptil de respektive intervensjonspunktene. Det ser imidlertid ut til at situasjonen har stabilisert seg, med tyske mark og franske franc på topp og irske pund og belgiske franc på bunn.

*Internasjonale kapitalmarkeder.* Det var sterk vekst i opplåningen i internasjonale kapitalmarkeder i 4. kvartal i fjor etter liten aktivitet i 3. kvartal. Mye av aktiviteten skyldes at OECD-land restrukturerer gammel gjeld fordi markedets marginer har vært lave i 1985. I tillegg medfører de store underskuddene i mange lands driftsregnskaper et stort lånebehov.

De reduserte marginene henger nøye sammen med at verdipapirenes andel av marke-

Figur 4.6. Internasjonale rentesatser. Amerikanske dollar, norske kroner, tyske mark og japanske yen. 3-måneders rente, ukegjennomsnitt



Renter på amerikanske dollar og tyske mark har endret seg lite siste kvartal. Japan hevet renten med ett prosentpoeng i oktober, men siden november har renten sunket betydelig og ligger nå under nivået fra 3.kvartal 1985. Renten på kroner har gått opp cirka ett prosentpoeng i siste kvartal.

Tabell 4.5. Nye internasjonale lån. Fordeling på instrumenter (prosent)

	1983	1984	1985			
			1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.
Ihndehaverpapirer	48,9	48,7	66,6	61,1	54,6	55,4
Herav med flytende rente og CD <sup>1)</sup>	(12,4)	(16,7)	(26,1)	(25,1)	(13,9)	(18,3)
Banklån <sup>2)</sup>	51,1	51,1	33,4	38,9	45,5	44,6
Samlet opplåning i milliarder dollar	157 827	228 774	55 706	74 896	69 985	84 149

<sup>1)</sup> Certificates of deposit, tilsvarende banksertifikater.

<sup>2)</sup> Inkluderer ubenyttede låneadganger, f.eks. i forbindelse med NIFs

Kilde: OECD Financial Statistics, februar 1986.

Tabell 4.6. Nye internasjonale obligasjonslån.  
Fordeling på valutaslag

	1983	1984	1985
Amerikanske dollar	78,3	80,0	71,2
Tyske mark	8,1	5,3	7,0
Yen	0,5	1,5	4,8
Pund Sterling	4,3	4,9	4,3
ECU	4,4	3,6	5,2
Andre	4,4	4,7	7,5

det har økt. Dette gjør at investorene lettere kan spre sin risiko og at langsiktige fordringer får høyere likviditetsgrad. Blant verdipapirene øker papirer med flytende rente og papirer utstedt under «note issuance facilities (NIFs)»<sup>1)</sup> sine markedsandeler på bekostning av obligasjoner med fast rente. Amerikanske dollar er fremdeles den overlegent mest brukte valutaen, selv om dens andel av markedet går ned. Bruken av yen og i mindre grad ECU øker kraftig. Det gjør også bruken av en del mindre valutaslag. Gruppen «andre valutaslag» økte sin markedsandel fra 4,7 til 7,5 % fra 1984 til 1985.

**Gjeldskrisen.** Bankene i de store kreditorlandene har gitt sin prinsipielle tilslutning til Baker-planen. Saken står på dagsordenen i diverse internasjonale fora utover våren 1986.

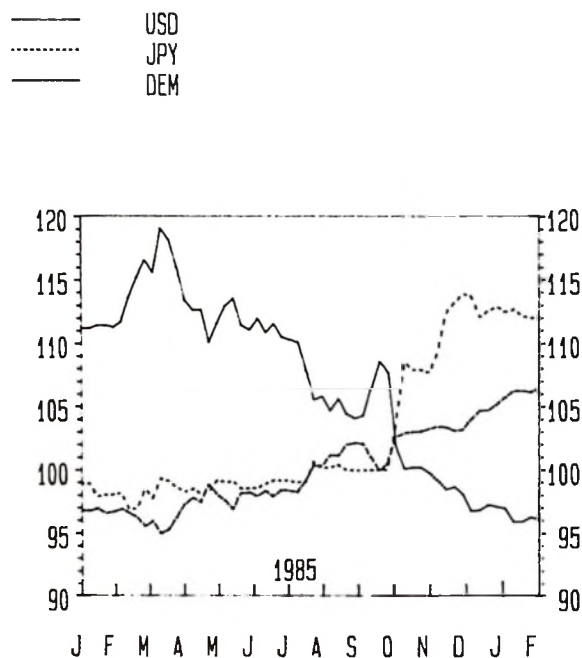
Den senere tids fall i oljeprisen har satt enkelte oljeproduiserende utviklingsland, som Mexico og Nigeria i en svært vanskelig situasjon, mens situasjonen i de fleste andre land med stor gjeldsbyrde er blitt lettere. Foruten fallet i oljepriser, har også nedgangen i dollarkursen bedret situasjonen for de fleste av disse landene.

<sup>1)</sup> En langsiktig låneadgang som det trekkes på ved utstedelse av kortsiktige verdipapirer.

Tabell 4.7. Nye internasjonale lån. Fordeling etter låntaker. I prosent av samlet opplåning

	1983	1984	1985
OECD	70,7	79,1	82,3
Olje-eksporterende u-land	5,0	1,8	1,6
Andre u-land	17,5	12,5	8,7
COMECON	0,7	1,5	1,8
Internasjonale institusjoner og andre	6,1	5,1	5,6

Figur 4.7. Kursutvikling for hovedvalutaene. Handelsveide kurser (MERM-indeks). Ukegjennomsnitt. Første uke 1984 = 100



Siden februar 1985 har det vært en klar nedadgående trend for amerikanske dollar og oppadgående trend for japanske yen og tyske mark. Dollar har endret sin handelsveide indeks med - 24 %. Tilsvarende tall for yen er + 16 % og for mark + 14 %.

# Økonomiske perspektiver

*Foredrag av sentralbanksjef Hermod Skånland  
på Norges Banks representantskapsmøte  
13. februar 1986*

## *Årstalens stilling*

Det er et privilegium som er knyttet til stillingen som sentralbanksjef å få tale til en slik forsamling av beslutningstakere i landets politiske og økonomiske liv og derigjennom å nå også utenom denne eksklusive krets. Jeg ser dette i sammenheng med at banken etter den nye lovs §3 skal «informere offentligheten om penge-, kreditt- og valutaforholdene». Det er en logisk konsekvens av bankens oppgaver på dette området at den også uttaler seg om de faktorer som påvirker penge-, kreditt- og valutaforholdene, og da spesielt finanspolitikken. Også under Stortingets behandling av lovforslaget ble bankens frie stilling og forpliktelser med hensyn til rådgivning og bidrag til den alminnelige opinionsdannelse sterkt fremholdt.

I samsvar med den praksis som gjennom årene har utviklet seg i vårt land, tilla heller ikke den nye loven Norges Bank myndighet til selv å treffe beslutninger av noen vesentlig betydning for den økonomiske utvikling. Desto viktigere er det at banken – uten sidehensyn til politiske eller økonomiske grupperinger – kan bidra til å øke innsikten om økonomiske sammenhenger der beslutninger treffes. Men av enda større betydning er det om vi kan gjøre vårt til å øke forståelsen på dette området i det miljø politiske og økonomiske beslutningstakere arbeider i. Vi kjenner fullt ut de begrensninger de står overfor. Kan vi medvirke til å gjøre det som er økonomisk nødvendig, politisk mulig, er det en større oppgave enn å peke ut ideelle økonomiske løsninger.

I sin høringsuttalelse i forbindelse med lovutkastet gikk Norges Bank inn for at det skulle fremgå av loven at banken i sin virk-

somhet skulle «legge særlig vekt på hensynet til en varig balanse i landets økonomi». Dette forslaget ble ikke fulgt, men Finansdepartementet gav uttrykk for at «med hensyn til bankens råd overfor Regjeringen og i informasjonen til offentligheten vil banken kunne legge vekt på de hensyn bankens ledelse mener bør tas i den økonomiske politikk, og kan i den forbindelse tillegge hensynet til en varig balanse i landets økonomi særlig vekt».

Bankens ledelse mener fortsatt at Norges Bank har en særlig oppgave i å peke på forutsetningene for en varig balanse, og at årstalen er en spesielt egnet anledning til å gjøre det. Siden jeg i dag står her som bankens representant, ser jeg det som en støtte at jeg har hatt mulighet for å drøfte synspunktene med bankens Hovedstyre, selv om enkeltheter og formuleringer er mitt eget ansvar. Jeg skylder også å si at i den utstrekning jeg når fram med synspunktene, deler jeg æren for dette med et bredt sjikt av mine medarbeidere i banken.

Ut fra den oppfatning av bankens oppgave som jeg her har gitt uttrykk for, vil jeg i mine årstaler legge vekt på å trekke fram langsiktige problemstillinger. Hvilke spørsmål som vil bli behandlet, vil naturlig nok veksle fra år til år. Denne gangen ser jeg et særlig behov for å belyse hvor en fortsettelse av de siste års politikk og utvikling kan ventes å føre oss i løpet av noen år. Jeg vil også se på mulighetene fremover for å gjøre bruk av de penge-, kreditt- og valutapolitiske virkemidler vi til nå har anvendt. Men også perspektiver må ha utgangspunkt i en situasjonsbeskrivelse, og jeg vil derfor innledningsvis forsøke å gi et bilde av hvor vi står, internasjonalt og i vår egen økonomi, idet vi går over i 1980-årenes annen halvdel.

## Den internasjonale situasjon

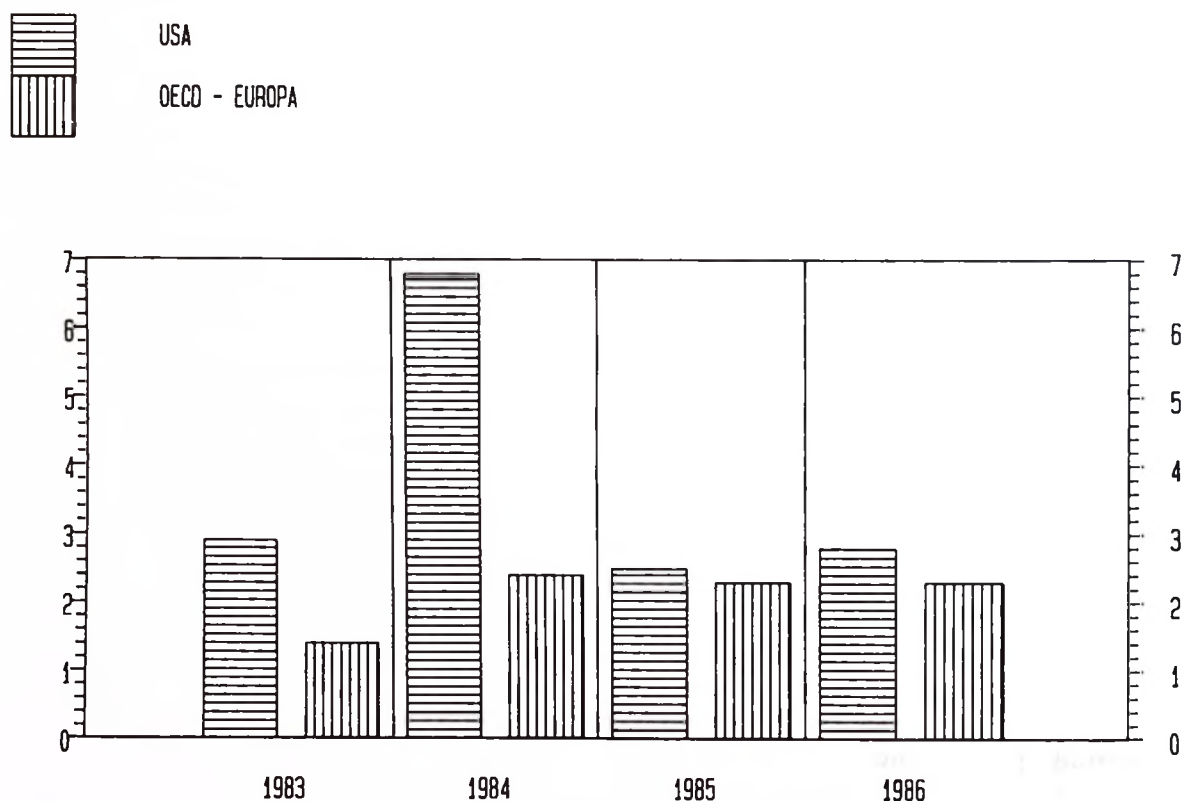
Vi er nå gått inn i det fjerde år med sammenhengende vekst i internasjonal økonomi, og det ser ut til at oppgangen vil fortsette gjennom dette året og kanskje enda lenger. De første årene var det amerikansk økonomi som fungerte som lokomotiv, men siste året har oppgangen der avtatt, mens veksten i OECD for øvrig i hovedsaken er opprettholdt, jfr. figur 1.

Sammenliknet med tidligere oppgangsperioder er denne mer moderat i styrke, men ser til gjengjeld ut til å kunne bli av lengre varighet. Det er nok verdens-økonomien også best tjent med. Det er et positivt trekk ved konjunkturbildet at nedgangen i inflasjonstakten

i OECD-området fortsetter, jfr. figur 2. Men tiltakene i begynnelsen av 1980-årene for å bremse inflasjonen brakte ledigheten i OECD-området opp på et nytt nivå, og til tross for konjunkturoppgangen er den fortsatt like høy, jfr. figur 3. I USA har den riktignok falt, men det er oppveid av en økning i Europa. Det synes heller ikke å være noen bedring i sikte. Likevel er det verdt å merke seg at nedgangen i tallet på sysselsatte i Vest-Europa er stanset opp og avløst av en svak stigning.

Den internasjonale gjeldssituasjon utgjør en alvorlig belastning for store deler av verden og innebærer en latent trussel mot det internasjonale finansielle system. Fall i råvareprisene, som har bidratt til å dempe inflasjo-

Fig. 1. Prosentvis volumvekst i bruttonasjonalprodukt fra foregående år

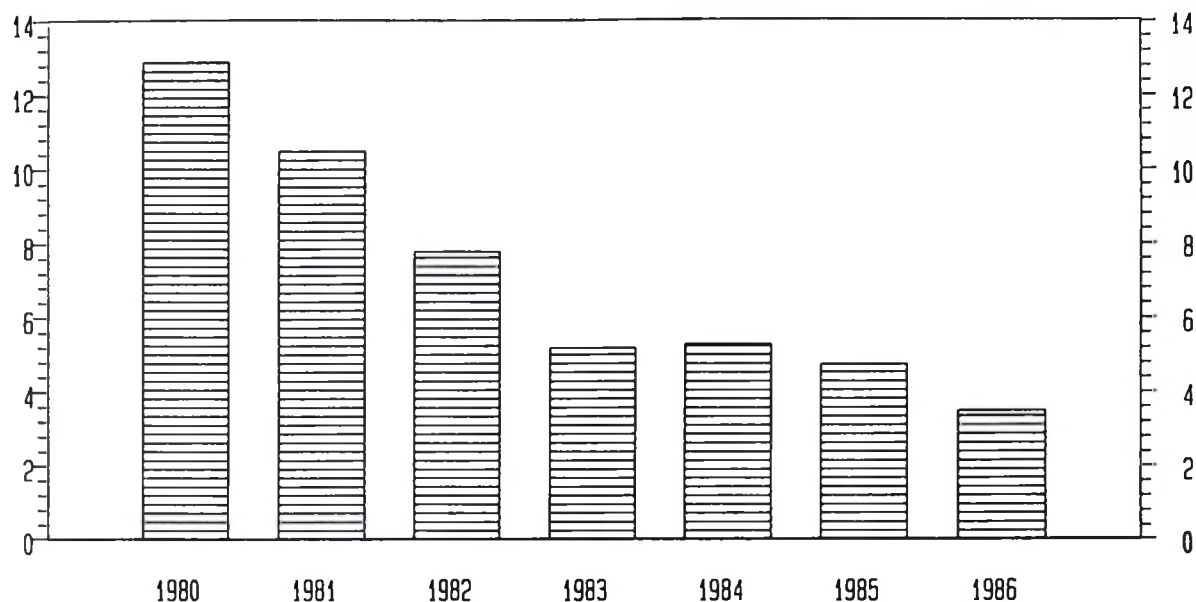


BNP-veksten i OECD-området ventes å fortsette i 1986. I USA har aktiviteten avtatt etter 1984 og er nå mer på linje med de øvrige OECD-lands. I forhold til tidligere oppgangsperioder er denne mer moderat i styrke, men til gjengjeld av lengre varighet.

Kilde: OECD



Fig. 2. Prosentvis vekst i konsumprisene i OECD fra foregående år



Inflasjonen internasjonalt har falt markert de siste årene. I tidligere oppgangsperioder har inflasjonen vanligvis tiltatt etter en så langvarig konjunkturoppgang som den vi nå har hatt. Denne gang er det ingen tegn til det.

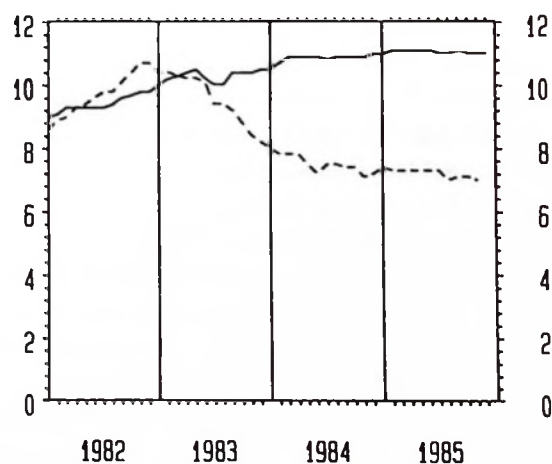
Kilde: OECD. Eget anslag for 1986

nen i industrialiserte land, har ikke gjort utviklingslandenes stilling lettere. Den plan som den amerikanske finansminister Baker i fjor høst la fram, og som forutsatte økt privat og offentlig kapitaltilgang til gjeldslandene kombinert med omfattende strukturtiltak i landene selv, har fått støtte både fra andre industriland og fra internasjonale organisasjoner. Planen vidner om en ny erkjennelse av at gjeldsproblemene er et ansvar også for industrilandene og deres myndigheter. Men det er et godt stykke veg fra erkjennelse til praktisk handling.

Skjevhetene i de internasjonale betalingsstrømmene har økt markert de senere årene. Den sterke veksten i innenlandsk etterspørsel i USA kombinert med høy dollarkurs og lav økonomisk vekst i andre land, har resultert i betydelig og vedvarende økning av USAs underskudd på driftsbalansen, som motsvares av stigende overskudd i OECD for øvrig – i første rekke i Japan og Vest-Tyskland, jfr. figur 4.

Fig. 3. Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken

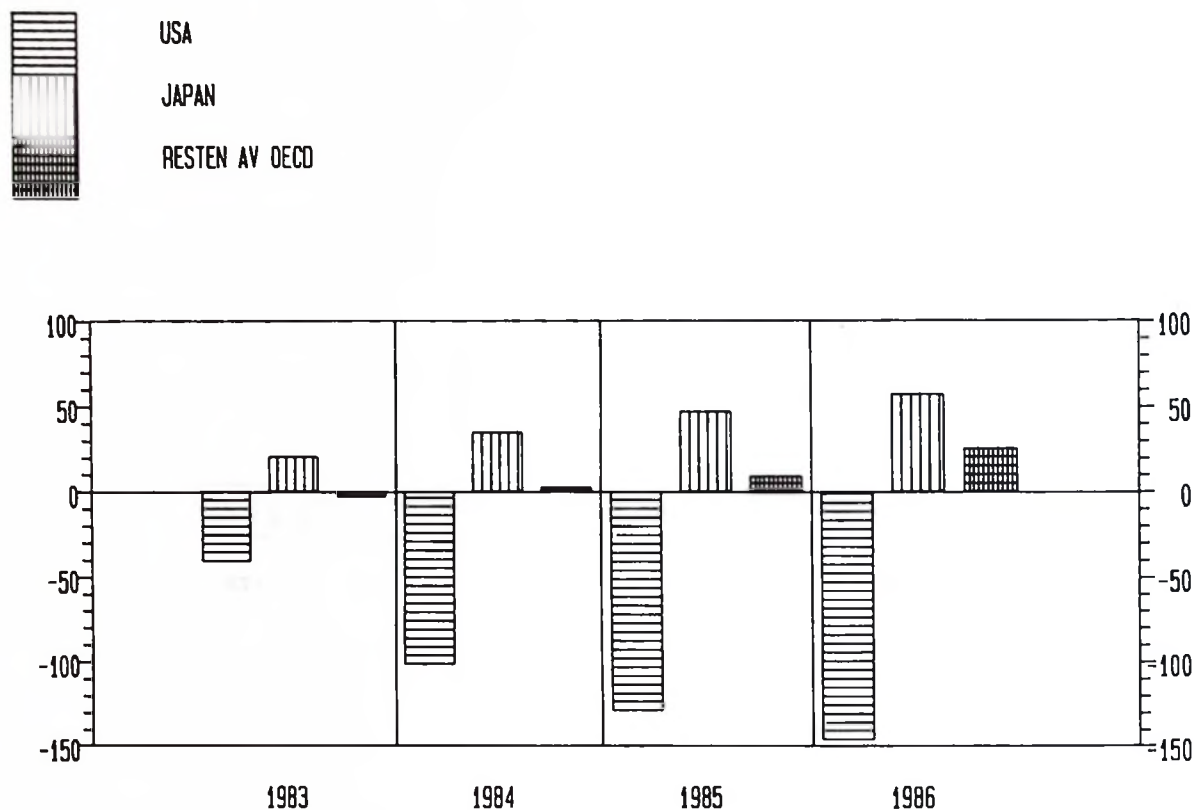
— OECD EUROPA  
 - - - - - USA



Den sterke veksten i USA i 1983 og 1984 førte til nedgang i ledigheten, mens ledigheten i Europa fortsatte å stige. Veksten i USA eller Europa er veksten nå sterk nok til å redusere ledigheten.

Kilde: OECD

Fig. 4. Driftsbalanse i milliarder USD



De siste års sterke vekst i innenlandsk etterspørsel kombinert med stigende dollarkurs (forverret konkurransevne) har gitt stadig stigende underskudd på USAs driftsbalanse. Siste tids nedgang i dollarkursen vil ikke bedre situasjonen i inneværende år. USAs underskudd har sitt motstykke i overskudd i de øvrige OECD-land.

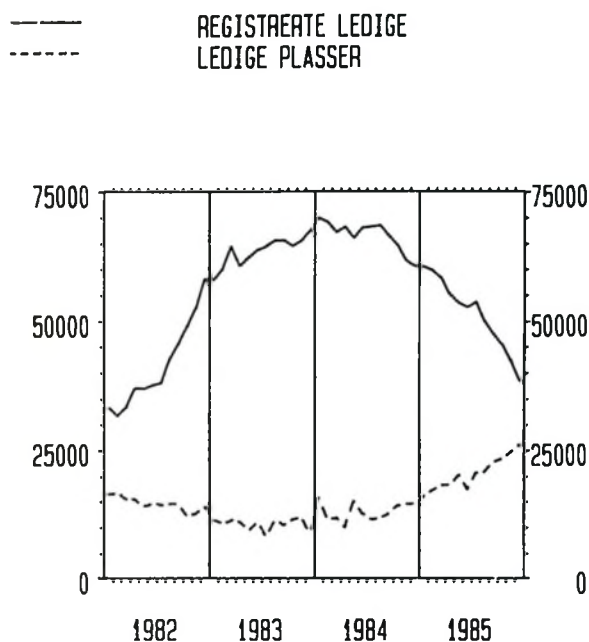
Kilde: OECD

USAs utenriksøkonomiske underskudd har nær sammenheng med budsjettunderskuddet. Verken det ene eller det annet underskudd kan fortsette i nåværende omfang på ubestemt tid. En av de store usikkerhetsfaktorer vi står overfor i internasjonal økonomi, er hvordan de vil bli brakt til opphør og hva som da vil skje. Tiltak for å redusere budsjettunderskuddet vil trekke i retning av lavere rente og dollarkurs. På den annen side vil en finanspolitisk tilstramming redusere så vel den innenlandske etterspørsel som etterspørselen rettet mot andre land, som også blir stilt overfor skjerpet konkurranse fra en lavere dollar. Om samlet internasjonal aktivitet skal holdes oppe, må en nedgang i USAs etterspørsel kompenseres ved en mer ekspansiv poli-

tikk i land med store overskudd på driftsbalansen. Mange av disse har imidlertid problemer med statsfinansene etter at budsjettene kom i underskudd da de i tidligere år prøvde å holde etterspørselen oppe. De ser derfor i dag små muligheter til å sette i verk finanspolitiske stimulerings tiltak. Samtidig er de engstelige for å foreta lettelser i pengepolitikken som kunne redusere rentenivået, ut fra frykt for sterkere prisstigning. Et rentefall ville også føre til at kapitalstrømmene mer ville rette seg mot USA og dermed gi høyere dollarkurs. Med slike begrensninger på de enkelte lands handlefrihet kan det være fare for at 1980-årene avsluttes like svakt som de begynte.

Skal dette kunne unngås, er det av avgjørende betydning at det internasjonale samar-

Fig. 5. Tilstramningen i arbeidsmarkedet. Sesongkorrigerede tall



Konjunkturoppgangen, særlig veksten i innenlandsk etterspørsel, har ført til en kraftig tilstrømning i arbeidsmarkedet siste 1 1/2 år. Det er nå mangel på arbeidskraft i flere delmarkeder.

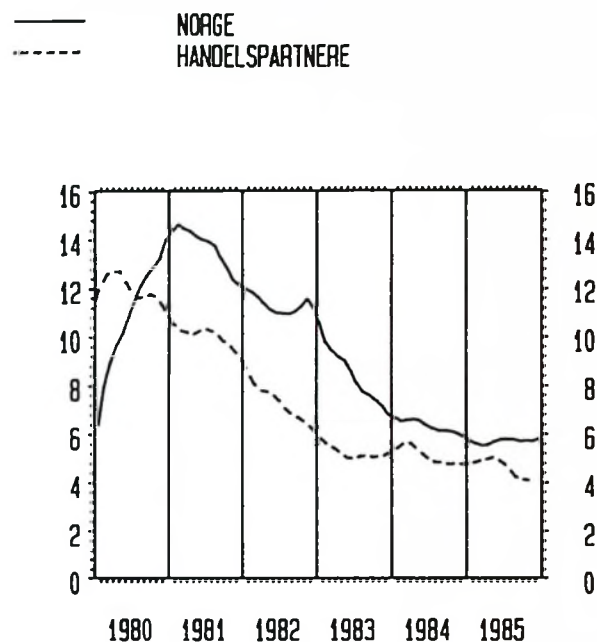
Kilde: Arbeidsdirektoratet og Norges Bank

beidet om økonomisk politikk styrkes. Vedtaket til de fem største industrilandene i fjor høst om en mer aktiv kurspolitikk og nærmere økonomisk samarbeid var et positivt og nødvendig skritt som allerede har hatt den tilsktede virkning på valutakursene. Men denne gang var samarbeidet ansett for å være i alle de berørte lands interesse. Evnen til samarbeid med sikte på kompromisser når enkelte land må gå imot hva de anser å være sine nasjonale interesser, har enda ikke vært satt på prøve. Det kan være risikabelt å bygge norsk politikk på en forutsetning om at det da vil lykkes like bra.

#### Situasjonen innenlands

Den realøkonomiske utvikling i Norge var i 1985 preget av en sterk økning av innen-

Fig. 6. Konsumpriser. Prosentvis vekst fra samme måned året før



Prisstigningstakten har falt sterkt siden 1981 både i Norge og hos våre handelspartnere. De siste månedene har den fortsatt å falle hos våre handelspartnere, mens nedgangen i Norge er stanset opp. «Gapet» ser således ut til å øke igjen.

Kilde: OECD, Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå

landsk etterspørsel som gav betydelig sterkere produksjonsvekst enn i foregående år, samtidig som driftsbalansen utenom olje og gass ble kraftig forverret. Sysselsetningsveksten var svært høy, og tallet på utførte timeverk økte med over 2 1/2 pst., som er den sterkeste økning noen gang så lenge slike målinger har vært gjort. Registrert ledighet falt (sesongkorrigert) gjennom hele året, og nedgangen fortsatte i januar da den kom ned i 37 000 eller 1,8 pst. av arbeidsstyrken, jfr. figur 5. Når ledigheten kommer så langt ned, er det under dagens forhold mangel på arbeidskraft i viktige delmarkeder. Denne stramme situasjon er en av årsakene til at prisstigningen her til lands ikke lenger avtar. Gjennom hele 1985 lå den på mellom 5 1/2 og 6 pst., og tendensen de siste måneder har nok helst ligget litt i overkant av dette, jfr. figur 6.

Knapphet på arbeidskraft og bedret fortje-

Fig. 7. Endring i relative lønnskostnader pr. produsert enhet i industrien. Norge og handelspartnere, felles valuta



Norges konkurranseevne er svekket hvert år siden 1973, unntatt i perioden 1978–1980. Svekkelsen fra 1984 til 1985 ble ca. 1/2 prosent.

Kilde Norges Bank

neste i mange næringer gir nå igjen impulser til sterkere lønnsvekst som i det vesentlige finner sted som glidning. For private funksjonærer stiger lønningene enda mer enn for arbeidere. Selv om norske kroner har blitt svekket betydelig i siste treårsperiode, har norsk industris konkurranseevne, målt ved relative lønnskostnader pr. produsert enhet, gjennomsnittlig forverret seg med én prosent pr. år i perioden 1983–85, jfr. figur 7.

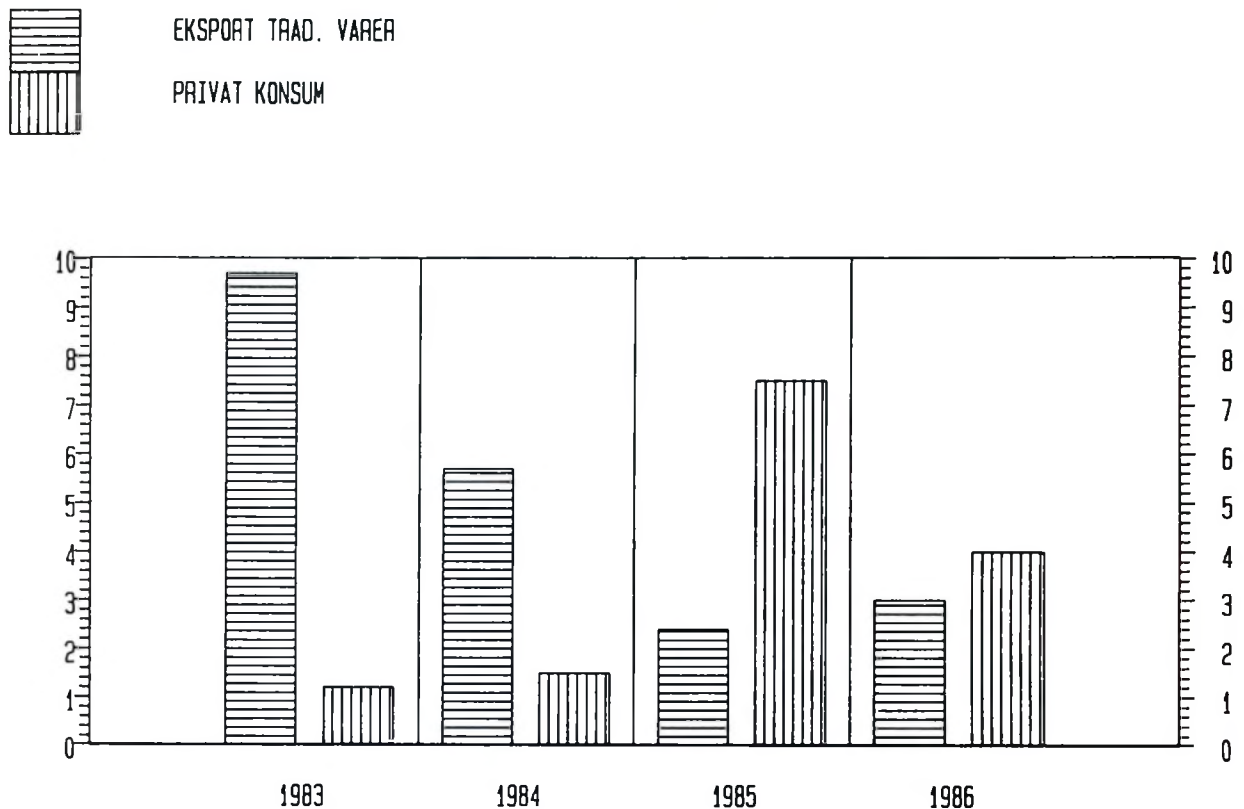
Svekkelsen av såkalt tradisjonell varebalanse, altså uten skips- og petroleumsrelaterte varer og tjenester, må ventes å fortsette inn i 1986. Med dagens råoljepris og dollarkurs må vi regne med underskudd på driftsbalansen overfor utlandet i år.

Mens oppgangen til å begynne med var eksportledet, har innenlandske krefter etter

hvert tatt over, jfr. figur 8. Finanspolitikken har vært en viktig drivkraft i oppgangen. Den finanspolitiske indikator som de senere år har vært mest brukt, er underskuddet på statsbudsjettet før lånetransaksjoner korrigeret for petroleumsvirksomheten og overføringer fra Norges Bank. Denne indikatoren kan i visse situasjoner være misvisende, f.eks. viser den at finanspolitikken ble strammere fra 1984 til 1985! Det har sammenheng med at statens inntekter økte mer enn ventet, men denne økningen skyldes i hovedsak konjunkturoppgangen og er ikke noe en kan basere budsjettene på over en lengre periode. Da må en ta hensyn til at skatteinngangen under svakere konjunkturer med samme skattesatser vil være betydelig lavere. Korrigerer en statens utgifter og inntekter for virkninger fra kon-



Fig. 8. Overgang fra eksportledet til innenlandsk ledet oppgang i Norge. Prosentvis volumvekst fra foregående år



Konjunkturoppgangen i Norge startet som vanlig med økende eksport. I 1985 har innenlandske komponenter, særlig privat konsum, overtatt, mens eksporten har stagnert.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

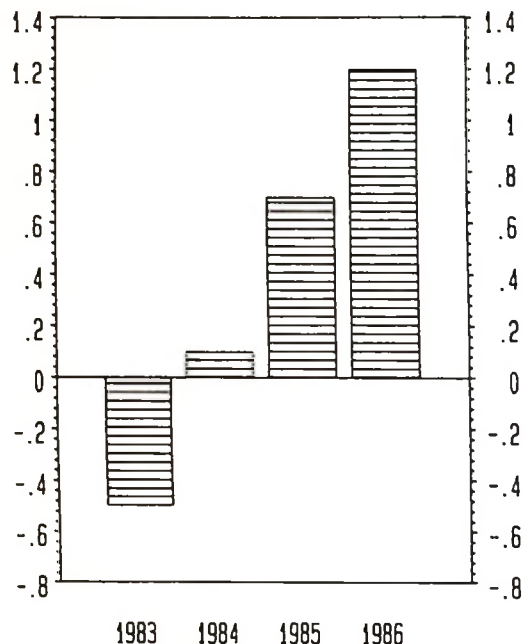
junkturforhold, kommer en fram til hva som i internasjonal terminologi kalles «strukturell budsjettbalanse». I Norges Bank har vi gjort noen grove forsøk på dette. I tillegg til å korrigere for konjunkturelle forhold har vi også korrigert for rentebetalinger til utlandet, renter fra Norges Bank og en del andre poster uten etterspørselsvirkning. Figur 9 viser økningen fra året før i et slikt korrigert strukturelt budsjettunderskudd i de seneste år. Vi ser at finanspolitikken har endret seg fra å være nokså nøytral til å vise en klar ekspansiv tendens som fortsetter i 1986. Økningen i underskuddet skyldes i særlig grad overføringer til husholdninger og private bedrifter og større underskudd i statens forretningsdrift.

Beregningene vil bli nærmere dokumentert i en egen artikkel i «Penger og Kreditt».

Samtidig som finanspolitikken ble mer ekspansiv, gikk vi i kredittpolitikken fra omfattende kvantumsreguleringer til et mer markedsorientert penge- og kredittsystem. Ettervirkninger av tidligere reguleringer har gjennom 1984 og -85 gjort det vanskelig å tolke tallene. Likevel er det ingen tvil om at den store penge- og kreditt-tilgangen vi har registrert, har forsterket prestendensene i økonomien.

Disse gir seg utslag i etterspørselen på de fleste områder. Privat forbruk har vist en stigning som vi knapt har sett maken til, og økte dette ene året mer enn for hele perioden

Fig. 9. Indikator for finanspolitikken



Finanspolitikken har dreid i en klar ekspansiv retning. Figuren viser endring i antall prosentenheter fra år til år i det strukturelle underskudd på statsbudsjettet i prosent av BNP ekskl. olje og sjofart. Det fremkommer ved at det faktiske underskudd er korrigert for

- statens direkte deltagelse i petroleumsvirksomhet
- statens transaksjoner med Norges Bank
- statens renteutgifter til utlandet
- aktivitetsbestemte inntekter og utgifter

Kilde: Norges Bank

1980-84 sett under ett. Samtidig er det også sterk vekst i investeringene. Langt den viktigste komponenten er utbyggingen av realkapital innen petroleumsvirksomheten. Dette og utbyggingen av Mongstad-raffineriet er delvis et resultat av politiske beslutninger, som på denne måten har bidratt til å forsterke konjunkturutslagene. Men også den mer markedsbestemte investeringsaktivitet har tatt seg opp. Sammen med en bedring i den finansielle stilling for store deler av næringslivet skulle dette i og for seg gi et godt utgangspunkt for tiden fremover.

### Perspektivene

Ved inngangen til 1980-årenes annen halvdel er det mange forhold som kan gi inntrykk av en ganske tilfredsstillende økonomisk situasjon. Statens finansielle stilling er sterk. Landets netto utenlandsgjeld er kommet ned på vel 8 pst. av bruttonasjonalproduktet, mot 47 pst. på det høyeste. Ledigheten er lav, og vi har kunnet fortsette å se på den fulle sysselsetting som en normalsituasjon som vi kan kreve at våre politiske myndigheter skal opprettholde.

Denne gunstige stillingen er et resultat av at petroleumsinntektene både har gitt utenriksøkonomisk overskudd og handlefrihet for vår egen politikk. For å bedømme utsiktene fremover, er det derfor avgjørende om politikken kan fortsette. Ofte vil problemene avtegnes klarere hvis utviklingslinjene forlenges.

I Norges Bank har vi prøvd å analysere hvordan utviklingen fram til 1990 kan tenkes å bli hvis tendensene som vi ser i dag, i grove trekk videreføres resten av tiåret. Vi har måttet gjøre mange forenknelde forutsetninger, men hovedkonklusjonene blir neppe forandret om vi bearbeider disse videre. En mer fullstendig dokumentasjon vil bli gitt i nevnte artikkel i «Penger og Kreditt».

Vi har tatt utgangspunkt i Langtidsprogrammet, og vi har også lagt til grunn de samme internasjonale rammebetingelser. På områder der utviklingen i 1985-86 klart synes å bli annerledes enn Langtidsprogrammet la til grunn, har vi imidlertid fraveket programmets forutsetninger.

Vi har lagt til grunn at den ekspansive finanspolitikken fortsetter. Offentlige utgifter er forutsatt å vokse, men veksttakten antas å bli noe dempet i forhold til 1985-86. Vi legger også til grunn en viss skattelette — av samme omfang som i 1985-86. Kreditt-tilførselen antas imidlertid å gi mindre bidrag til etterspørselen enn de to siste årene.

Generelt har Norge hatt en sterkere vekst i lønnskostnader pr. produsert enhet enn handelspartnerne helt siden midten av 1960-tal-

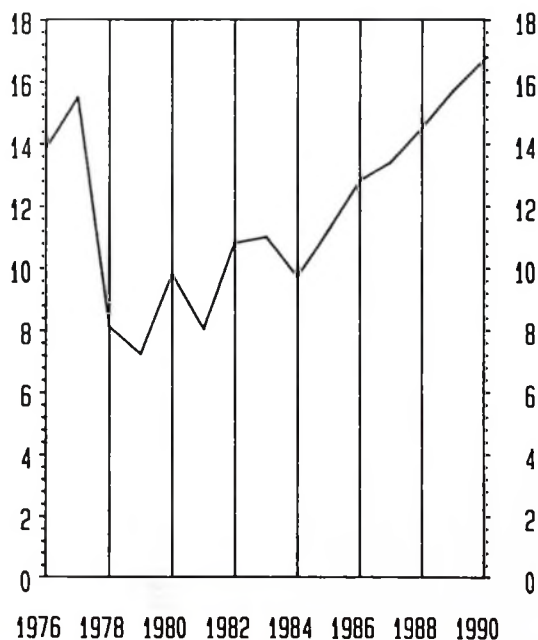
let. Sterk vekst i lønningene skaper grunnlag for økning i det private konsumet, men svekker samtidig konkurranseevnen. Uten en eller annen form for ny politikk er det vanskelig å se hva som skulle forårsake en annen utvikling enn den vi til nå har hatt. I våre beregninger har vi lagt til grunn at enhetskostnadene, regnet i felles valuta, fortsetter å stige i forhold til konkurrerende land, omtrent på linje med hva vi hittil i 1980-årene har opplevd.

Resultatene av våre nokså summariske beregninger er i og for seg ikke overraskende. På grunn av tap av markedsandeler vil produksjonsveksten være avtagende, særlig mot slutten av perioden. Dette gjelder spesielt i den konkurranseutsatte delen av næringslivet. Arbeidsledigheten kan da igjen øke noe,

dels på grunn av produksjonsutviklingen, men også fordi typen av investeringer endres. De økte lønnskostnadene påskynder prosessen i retning av mindre arbeidskrevende produksjon. Men dramatiske endringer i ledigheten, f.eks. opp på europeisk nivå, skulle det etter disse beregningene ikke bli så lenge vi har muligheter for å opprettholde en ekspansiv finanspolitikk. Disse mulighetene skal jeg komme tilbake til.

Usikkerheten går imidlertid klart i én retning – ledigheten kan øke betydelig. Vi så til løp til en slik utvikling i 1982–83. Internasjonale konjunkturer og svak inntjening i næringslivet gav da en nedgang i privat sysselsetting. Med stigende kostnadsnivå i forhold til andre land vil dette før eller siden gjenta seg. Tvinges vi samtidig til en omlegging av

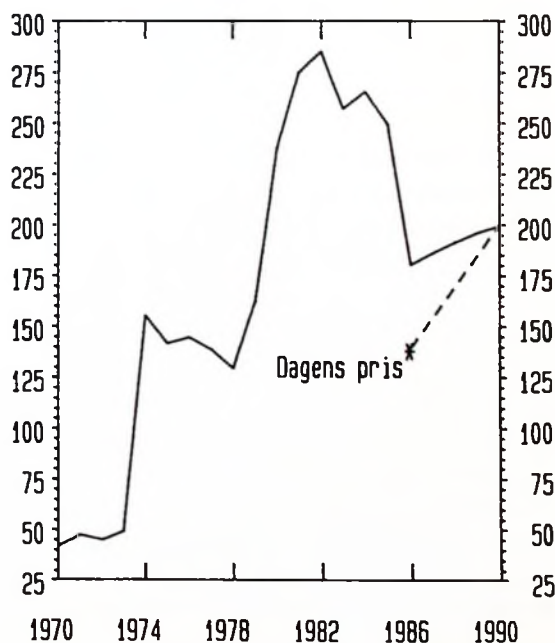
Fig. 10. Eksportunderskudd utenom olje og gass som andel av bruttonasjonalproduktet utenom olje og gass



Handelsbalansen utenom olje og gass vil vise et stadig større underskudd dersom den nåværende utvikling fortsetter. Underskuddet i 1985 svarte til vel 11 prosent av BNP.

Kilde: Norges Bank

Fig. 11. Historisk utvikling og nødvendig utvikling i oljeprisen for å unngå underskudd på driftsbalansen. Norske 1986-kroner pr. fat



Oljeprisen i 1986 må være om lag 180 norske kroner pr. fat for å unngå underskudd på driftsbalansen. Deretter må den stige. Den siste tiden har prisen vært under 140 norske kroner pr. fat.

Kilde: Norges Bank

finanspolitikken, kan en ledighet på 2–3 pst. bli like historisk som en inflasjonsrate på dette nivå i dag forekommer oss å være. Sammensetningen av etterspørselen blir med våre forutsetninger en annen enn ifølge Langtidsprogrammet. Det blir sterkere impulser fra innenlandske kilder og mindre fra utlandet. Dette må nødvendigvis slå sterkt ut i den tradisjonelle driftsbalansen, jfr. figur 10.

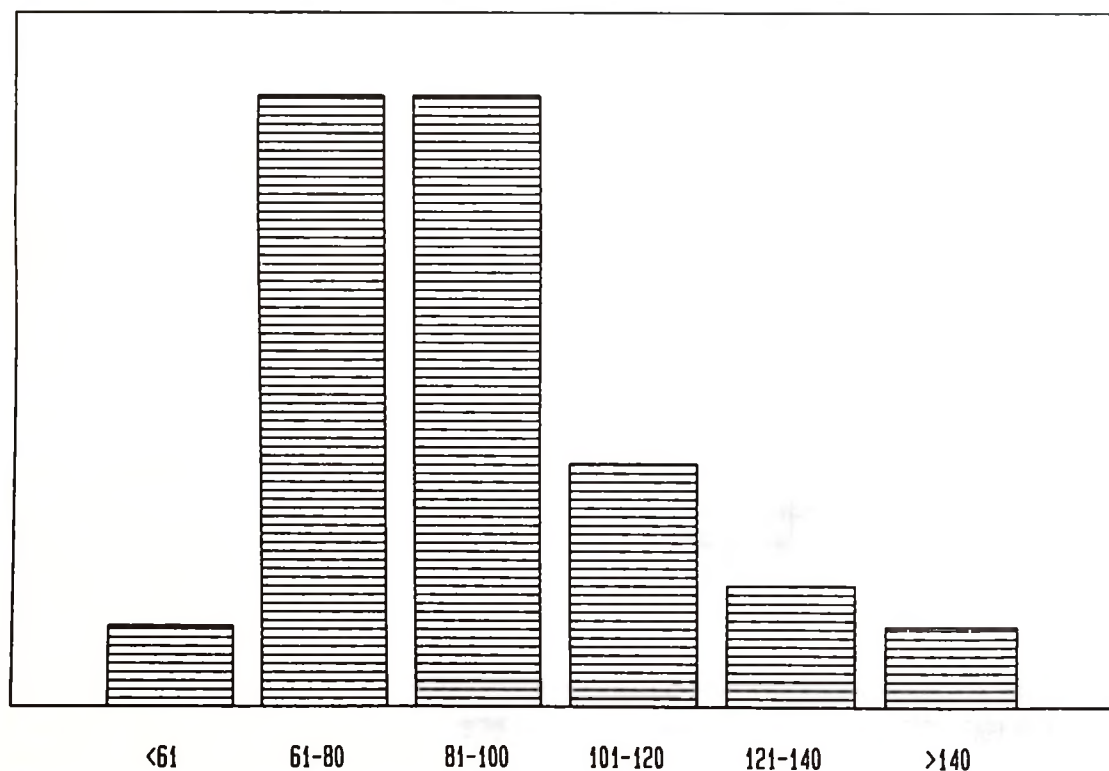
Eksportunderskuddet utenom råolje og gass svekkes fra vel 11 pst. av BNP uten olje og gass i 1985 til over 15 pst. i 1990. Vi kan derfor trygt si at en forlengelse av dagens trender gir en mer oljeavhengig økonomi.

For at vi skal få balanse i driftsregnskapet, må realprisen på olje regnet i norske kroner øke med vel 40 pst. i forhold til dagens nivå som her er satt til 140 NOK, jfr. figur 11. Med

hensyn til produksjonsmengder har vi da forutsatt at Norge fortsatt vil overlate dette til selskapene og la andre sørge for en eventuell markedsregulering.

Vi vet svært lite om oljeprisen i 1990 eller noe annet fremtidig år. Men det kan gjøres mange gjetninger, og mange er gjort. Figur 12 viser fordelingen av hva 43 oljeeksperter i 1984–85 antok om oljeprisen i 1990. Som man ser, faller de innenfor et ganske stort område, og for å fange inn så mange som to tredeler, må vi ha et spenn som svarer til f.eks. fra 18 til 30 USD pr. fat. Det synes derfor ikke å være noen spesiell prisforventning man med rimelig trygghet kan bygge på. Den pris som vil gi utenriksøkonomisk balanse i 1990 med våre forutsetninger, ligger innenfor et sentralt mulighetsområde, men det gjør også dagens pris.

Fig. 12. Spredning i prognoser om realpriser på olje i 1990. Prisnivå 1980=100

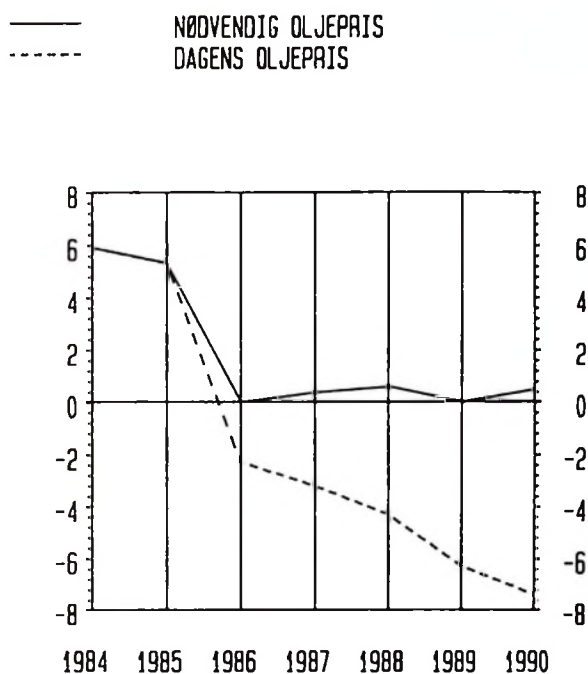


Figuren viser hva 43 eksperter tror om oljeprisen i 1990. Stolpenes høyde viser hvor stor andel av prognosemakerne som anslår prisen til å ligge i det angitte intervallet. Det er stor spredning i anslagene. Det er viktig å understreke betydningen av dette: Det er som om du skal stikke hånden ned i en bølge vann og får vite at temperaturen kan være alt fra 0 til 100°C. Det er da ikke betryggende nok å vite at gjennomsnittet av alternativene er en behagelig temperatur.

Kilde: International Energy Work Shop



Fig. 13. Driftsbalansen for Norge, som andel av bruttonasjonalproduktet



Dersom oljeprisen ikke stiger fra dagens lave nivå (138 kroner/fat 7. februar), vil driftsbalansen vise et stadig stigende underskudd i årene fremover.

Kilde: Norges Bank

I stedet for å se på hvilken oljepris som ville være nødvendig for å få balanse, kan vi snu problemstillingen og spørre hvilken balanse vi ville få dersom dagens oljepris, som vi satte til 140 NOK, også skulle gjelde i 1990, jfr. figur 13. Dette prisalternativet representerer langt fra noen «bunn» innenfor hva som må regnes som en utvikling med rimelige muligheter for å slå til.

Forskjellen i eksportverdi mellom alternativene bygget på «nødvendig pris» og «dagens pris» er i størrelsesorden 40 milliarder 1986-kroner. Dette illustrerer hvor følsom vår utenriksøkonomi er overfor svingninger i oljeprisen. Har dagens pris holdt seg i det mellomliggende tidsrom, vil vi gå ut av ti-året med en gjeldsbelastning på omtrent samme nivå som vi gikk inn i det med og med en rentebelasting som er en god del høyere.

Med en videreføring av 1985- og 86-opp- legget for finanspolitikken, innebærer selv hva som her er kalt «nødvendig pris», bare at den offentlige sektor vil være nær balanse i sine budsjetter i resten av 1980-årene. Vi kan altså heller ikke under dette alternativet regne med noen oppbygging av et oljefond.

Inklusive petroleumsinntektene hadde staten et betydelig overskudd i 1985, og stats- budsjettet er gjort opp med et visst overskudd også i 1986. Hvis oljeprisene holder seg på dagens nivå eller faller ytterligere, vil bildet endres. Overskuddet vil bli snudd til et under- skudd, som selvsagt blir større desto større fal- let i oljeprisen blir.

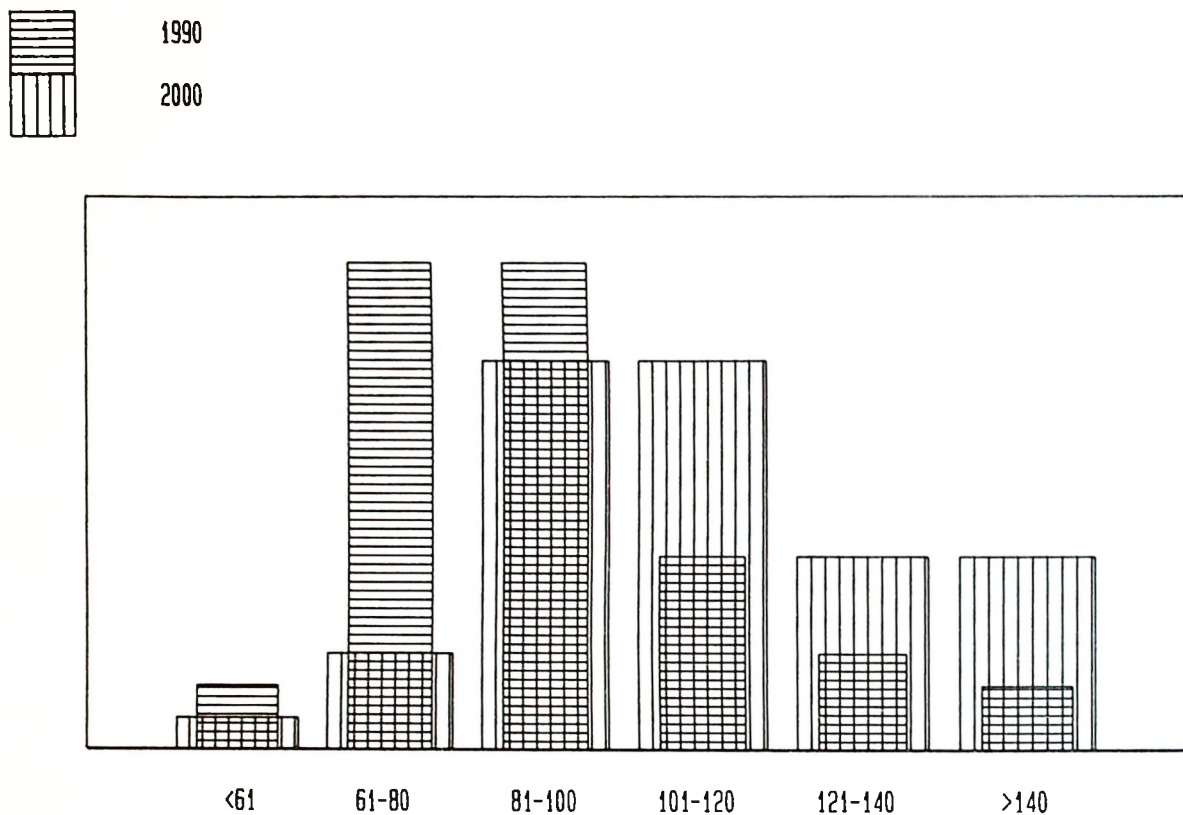
For å finansiere dette kan staten trekke på sine innskudd i Norges Bank. Ved årsskiftet var disse 75 milliarder kroner. Av dette hadde 35–40 milliarder sin motpost i statlige forplik- telser som var ledd i gjennomføringen av pen- ge- og kredittpolitikken. Av det resterende beløp trenger staten minst 10 milliarder kro- ner som kontantbeholdning for å møte sesongsvingninger i inn- og utbetalinger. Resten, 25–30 milliarder kroner, dekker svik- ten i oljeprisene fra fjorårets til dagens nivå i ett til to år. Det er således begrenset hvor mye staten har «på bok» for å finansiere budsjett- underskudd.

Når underskudd ikke lenger kan dekkes av kontantbeholdninger, må de finansieres ved låneopptak. Dette medfører økte renteutgif- ter og dermed en ytterligere svekkelse av bud- sjettbalansen.

Dersom låneopptakene skal finne sted innenlands, vil dette trekke rentenivået opp- over. Isolert sett vil det bidra til mindre for- bruk og investeringer, og dermed også til redusert sysselsetting. På den annen side vil presset på utenriksøkonomien bli mindre.

Om staten i stedet velger å ta opp lån i utlandet, unngår en i første omgang disse virkningene, men i stedet vil renteutgiftene belaste utenriksbalansen i årene fremover. Det var en slik politikk vi med et visst hell kunne føre i 1970-årene fordi vi da hadde nokså sikre forventninger om en sterk inn- tektsøkning i kommende år. I dag er kostna-

Fig. 14. Spredning i prognoser om realpriser på olje i 1990 og 2000. Prisnivå i 1980=100



Figuren viser hva 43 eksperter tror om realprisen på olje i 1990 og år 2000. Flertallet venter at prisen vil stige noe mot år 2000. Det er imidlertid stor spredning i anslagene. Usikkerheten øker i år 2000.

Kilde: International Energy Work Shop

dene ved opplåning – realrenten – omtrent dobbelt så høy som de den gang viste seg å bli, og forventningen om en inntektsøkning er langt mer usikker.

Går vi tilbake til våre eksperter og spør dem hva de tror om oljeprisen i år 2000, peker nok anslagene mot en høyere pris enn i 1990, jfr. figur 14, men slett ikke dramatisk høyere. Samtidig har spredningen i anslagene blitt større, og selv nokså moderate priser ligger avgjort innenfor det sentrale mulighetsområde.

Etter de siste måneders prisfall melder problemene seg med full tyngde lenge før vi nærmer oss 1990. Likevel stikker det egentlige problem dypere enn til dette aktuelle priset, og det blir ikke borte om prisene stiger

igjen. Problemet er usikkerheten, og den er en pris vi må betale for vår oljerikdom. Denne prisen blir høyere, jo mer vi baserer oss på å bruke våre oljeinntekter.

Det kan være grunn til å understreke at den skisse som her er gitt, ikke er en prognose. Fremfor alt må vi ha grunn til å håpe at forutsetningene om finanspolitikken ikke slår til, kanskje nettopp på grunn av de konsekvenser som her er vist. Men de samme behov som en har villet møte gjennom en ekspansiv finanspolitikk i 1985 og -86, vil vi stå overfor også i senere år. Og spesielt internasjonale konjunkturer og sysselsetting vil kunne gi grunner for den som vi ikke har hatt i disse årene. Det vil derfor kreve en klar politisk vilje for å snu tendensene.

Når finanspolitikken har stimulert etter-spørsele for sterkt, har det vært vanlig å tenke at det får vi ta igjen i penge- og kreditt-politikken. Vi skal nå gå over til å se på mulig-hetene for dette i tiden fremover.

### *Kredittpolitikken muligheter og begrensninger*

Begrensning i kreditt-tilgangen kan i prin-sippet gjennomføres som mengderegulering av lån eller ved å bruke prisen på lån, dvs. ren-ten. Mengderegulering kan gjennomføres ved pålegg til kredittinstitusjonene eller ved å gjøre det ulønnsomt for dem å innvilge lån, slik at de selv ser seg best tjent med å gjen-nomføre en rasjonering.

I 1970-årene og inn i 1980-årene ser dette ut til å ha virket slik at realetterspørsele faktisk ble holdt tilbake. Kredittbudsjettene ble likevel regelmessig overskredet, og det var nokså langt fra at reguleringene svarte til myndighe-tenes ambisjonsnivå.

Ikke minst som følge av reguleringene ble det gradvis bygget opp et marked utenom kre-dittinstitusjonene, og da reguleringene i 1983 ble vesentlig utvidet, ser det ut til at markedet tok saken i sine egne hender. Det var neppe mange som dette året ikke fikk dekket sin låneetterspørsele, og ser man rente og avdrags-vilkår under ett, var lånene i det uregulerte markedet ofte like fordelaktige som de kre-dittinstitusjonene gav.

Fremveksten av et slikt marked førte grad-vis til at det ble nokså begrenset hvilken real-økonomisk virkning som kunne oppnås gjen-nom direkte regulering av kreditt-tilgangen. Ut fra denne erkjennelsen slo man mot slut-ten av 1983 inn på en klar dereguleringslinje som ble ført videre til og med opphevelsen av systemet med renteerklæringer i september i fjor.

De nye reguleringstiltak som for kort tid siden ble satt i verk på kredittmarkedet, repre-senterer et tilbakeslag i denne utviklingen, men finansministeren har gitt uttrykk for at de ikke er ment som noe brudd på regjering-ens langsiktige linje.

Gjennom 1984 og -85 ble også finanspoli-tikken mer ekspansiv, og sett i ettertid hadde det nok vært bedre om dereguleringen av kre-dittmarkedet hadde vært gjennomført mens politikken ennå var rimelig stram, dvs. i løpet av perioden 1980-83. Vi fikk nå en situasjon der både finans- og kredittpolitikk ble sterkt ekspansiv samtidig med at vi var inne i en internasjonal konjunkturoppgang. Det er ikke så overraskende at resultatet ble en nesten eksplosiv vekst i den registrerte kre-ditt-tilgang.

Selv om den sterke kreditt-tilgangen har vært uønsket, har nok den realøkonomiske virkning vært mindre enn de dramatiske tall kan gi inntrykk av. Spesielt er det grunn til å peke på at et bestemt beløp i økt kreditt-tilgang ikke virker på samme måte som samme beløp i økte statsutgifter. Det er fare for at sidestillingen av kredittbudsjett med statsbudsjett her har ledet tanken på ville veger.

Når staten øker sine utgifter, er som regel kjøp av varer og tjenester selve formålet for utgiftsøkningen, og vi må kunne regne med at det blir realisert. En utlånsøkning fra finans-institusjoner vil ofte bli brukt til finansielle plasseringer, delvis for å oppnå skattefordeler. For bedriftene kan hensynet til likviditet, risi-kodekning m.v. være vel så viktig som aktuelle investeringsplaner.

En annen viktig forskjell er at en for stor kreditt-tilgang til publikum vil ha en tendens til å korrigere seg selv over noen tid. Det er grenser for hvor stor gjeld i forhold til inntekt publikum er innstilt på å bære, selv om vi ikke kjenner denne grensen. En sterk gjeldssetting med tilhørende gjeldsavvikling kan nok for-sterke konjunkturutslagene, men har neppe strukturvirkninger i økonomien.

I den offentlige sektor skjer det ikke noen tilsvarende korreksjon. Tvert imot vil en økning av utgiftene skape et nytt utgangs-punkt for neste års budsjett og dermed bli bygget inn på varig basis. På ett eller annet tidspunkt i fremtiden vil man nok måtte kor-rigere, men da har det høyere utgiftsnivå avleiret seg i den økonomiske struktur, og



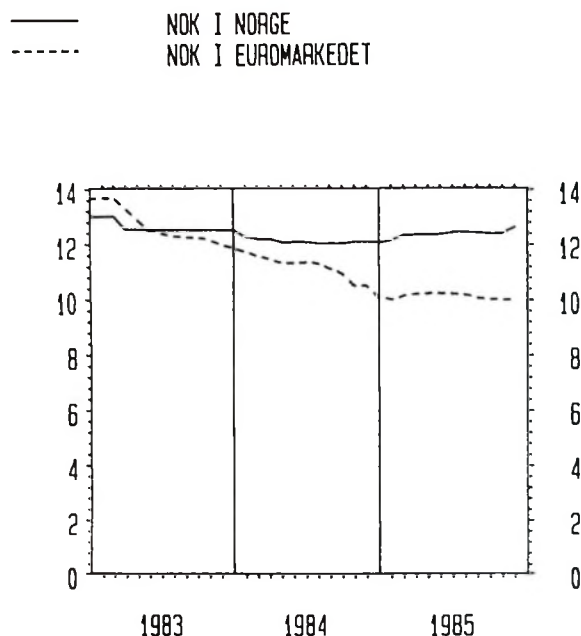
korleksjonen får derfor nettopp de skadevirkninger som kunne vært unngått ved en tidligere begrensning av utgiftene.

Avviklingen av rentereguleringen gav ikke nevneverdig utslag i rentenivået, noe som kunne tyde på at det da var nokså bra tilpasset markedsforholdene. Men i virkeligheten var det nok heller markedsforholdene som var tilpasset rentenivået. Gjennom operasjoner i penge- og kapitalmarkedene har Norges Bank holdt et rentenivå som i hovedsaken har vært bestemt av de politiske myndigheter. Men det er nettopp ved dette rentenivå vi har fått en uønsket sterk kreditt-tilgang. En mer fleksibel rentepolitikk kunne ha dempet denne utviklingen. Men vi skal heller ikke overvurdere hva som kunne vært oppnådd. Særlig to forhold er i denne sammenheng viktige, nemlig utformingen av skattereglene og åpenheten overfor utlandet.

Gjennom fradragsretten for renter reduseres virkningen av en renteforhøyelse på de lånekostnader låntakeren selv skal betale, og vi må kunne gå ut fra at det er disse lånekostnadene som er bestemmende for etterspørselen etter lån. For at lånekostnadene skal øke med ett prosentpoeng i gjennomsnitt, må renten før skatt kanskje øke med to prosentpoeng. Det er denne nominelle rente utlandet er stilt overfor. Skattebestemmelsene og et høyt aktivitetsnivå har bidratt til at Norge nå ligger i toppsjiktet blant industriland med hensyn til rentenivå. Under disse forhold er det fristende å plassere penger i Norge. Rett nok har det høyere rentenivå også sammenheng med sterkere prisstigning, og utlandet kan frykte for at dette skal føre til kursjusteringer. Men skattereglene sørger for at også realrenten ligger på topp, og så lenge det er tilfelle, vil det forventes at en kapitalplassering i Norge på lengre sikt er lønnsom.

En slik kapitalinngang er uønsket av flere grunner. For det første bidrar den til å presse ned renten til et nivå som er lavere enn det som kreves for å begrense etterspørselen. Dessuten innebærer den at vi må betale mer i renter til utlandet enn vi mottar når vi

Fig. 15. Renteutviklingen på obligasjoner



Rentenivået i Norge på statsobligasjoner lå frem til 1983 under rentenivået i eurokronemarkedet. Siden har dette forholdet snudd. I dag kan utlendinger plassere penger i Norge til høyere rente enn de får ute.

Kilde: Norges Bank

plasserer beløpet ut igjen som del av vår valutabeholdning.

Denne kapitalinngangen kan begrenses gjennom valutareguleringen. Mot slutten av 1984 ble det nødvendig å foreta en innstramning i adgangen for utlendinger til å kjøpe norske obligasjoner nettopp ut fra dette hensynet. Men på samme måte som når det gjelder innenlandske reguleringer, ser vi at markedene finner veier som reguleringene vanskelig kan stenge. Figur 15 illustrerer presset på valutareguleringene. Utlendinger kan plassere penger i Norge til vel 3 pst høyere rente enn det de kan få i Europa — uten at valutarisikoen øker.

Våre valutareguleringer når naturligvis ikke utlendingers transaksjoner med sine egne banker, heller ikke om de gjelder norske kroner. De kan kjøpe norske kroner på termin, dvs. for levering på et senere tidspunkt, og deres bank gjør en tilsvarende avtale med



sin norske bankforbindelse. Dermed får utlandet en kronefordring med den avkastning det innebærer. I praksis lar det seg ikke gjøre å trekke en grense mellom de transaksjoner som gjelder kurssikring og de som tar sikte på å tjene på et høyere rentenivå i Norge, like lite som man kan skille mellom kurssikring og spekulasjon. En strammere regulering på dette området ville komme i konflikt med ønsket om et effektivt fungerende terminmarked, noe ikke minst norsk næringsliv har behov for.

Terminmarkedet for norske kroner har hittil i hovedsak vært begrenset til transaksjoner på inntil 12 måneder, men vi ser nå en gradvis utvikling mot lengre kontrakter. Dette øker utlendingers mulighet for å skaffe seg langsiktig avkastning på kronefordringer. Utviklingen innebærer problemer for en kontroll med kapitalstrømmene, men på den annen side har næringslivet nytte av en slik utvidet mulighet for kurssikring.

Internasjonaliseringen av norsk næringsliv, som synes å ha bred politisk støtte, betyr at vi får flere norske datterbedrifter ute. Kontroll av transaksjoner mellom mor- og datterbedrifter er alltid vanskelig å gjennomføre, og om vi ville prøve på det, ville det bety å legge kjelker i vegen for internasjonaliseringen. Reduserte muligheter for valutaregulering er en pris vi ikke unngår å betale.

En utvidelse av kontrollen med inngående valuta ville også raskt føre til at vi måtte gå fra forpliktelser som vi har påtatt oss overfor andre OECD-land. Vi har gjort det én gang, men ønsker vel ikke å fremstå som et land som ikke respekterer internasjonale avtaler.

Alt dette betyr ikke at vi like godt kan oppgi valutareguleringen. Enn så lenge har den nok en større realøkonomisk effekt enn de innenlandske reguleringer. Tross alt betyr den at vi har en bedre kontroll over vårt eget pengemarked enn om vi ikke hadde den. Men vi må være oppmerksom på at jo mer det blir nødvendig å la vårt eget rentenivå stige i forhold til utlandets, jo sterkere blir presset mot reguleringene og jo mindre effektive blir de.

Videre må vi være klar over at den beskyttelse de i dag gir, gradvis vil avta i årene fremover.

Norges Bank vil naturligvis gjøre sitt ytterste for å gjennomføre slike reguleringer som de politiske myndigheter beslutter å ta i bruk. Men vi ville svikte vår oppgave om vi ikke samtidig gjorde oppmerksom på at de ikke lenger virker slik meningen var den gang de ble etablert. Og egentlig burde ikke det komme som noen overraskelse.

Vår penge- og kredittpolitiske lovgivning ble skapt i en tid da rentenivået var 4–5 pst. og skattenivået moderat sett med ettertidens øyne. Mulighetene for private til å ta opp lån i utlandet, var begrensede og i alle fall regulert. Organisert kreditt utenom kredittinstitusjonene var nesten ukjent. Statens budsjettpolitikk virket noenlunde nøytralt. Alt dette er forandret, og det meste av det kan vi ikke gjøre noe med. Vi kan ikke avoppfinne innovasjonene i finansmarkedene, verken de norske eller de utenlandske. Vi kan ikke gjeninnføre en omfattende valutaregulering, og vi kan ikke vente på å få tilbake de historiske rentesatser.

Dette betyr ikke at vi er maktesløse. Men vi må se i øynene at mulighetene for å regulere oss fra problemer som har sitt utspring i vår politikk, er begrensede og at de avtar. Desto mer nødvendig er det å gjøre noe med politikken.

#### *Vårt herredømme over perspektivene*

Et øyeblikksbilde av vårt lands økonomiske stilling sammenliknet med andre lands gir ikke umiddelbart inntrykk av behov for kursendring i den økonomiske politikk. Mens andre land har en arbeidsledighet som har ført til at en stor gruppe mennesker har mistet eller aldri har fått etablere en tilknytning til arbeidslivet, har vi et stramt arbeidsmarked. Der andre sliter med en tyngende statsgjeld, har staten hos oss nettofordringer. Og valuta-beholdningene er så store at de truer med å brenne hull i lommene våre.

Denne gunstige stillingen har innbrakt oss både gull- og sølvmedaljer i økonomi, men vi må vel innrømme at vi har hatt vær- og føreforhold som har ligget spesielt til rette for oss. Det er fremfor alt petroleumsinntektene som har gitt oss bedre gli enn konkurrentene. Det er disse som har rettet opp den statsfinansielle stilling etter at vi kunne avvikle 1970-årenes opplåning, det er de som har gjort det mulig å opprettholde den fulle sysselsetting, og det er de som har gitt oss en sterk utenriksøkonomi til tross for at den øvrige del av vår vare- og tjenestebalanse overfor utlandet år for år er blitt svekket.

Det er mulig å bringe vårt land inn i de samme vanskeligheter som de fleste andre industriland står overfor ved hjelp av ganske enkle virkemidler:

- Offentlige utgifter som er større enn de inntekter som på noe lengre sikt kan forventes, vil gi oss deres gjeldsbelastning og dermed den samme binding på budsjettpolitikken gjennom store renteutgifter.
- Kontinuerlig sviktende konkurransevne vil føre til ledighet også hos oss når utslagene ikke lenger kan motvirkes gjennom en ekspansiv finanspolitikk, og vi kan få gjøre andre lands erfaringer med hensyn til hvor vanskelig det er å gjenopprette full sysselsetting.
- Legger vi til, for godt mål, sterke politiske bindinger på rentenivået, som nesten alle andre industriland har gjort seg ferdige med, skulle vi være helgardert.

Vi er så pass fortrolige med disse «virkemidlene» at det ikke skulle være grunn til å gå mer detaljert inn på dem.

De krav som stilles til oss for at vi skal kunne endre perspektivene, kan umiddelbart fortone seg som en samling «politiske umuligheter». De er likevel ikke påfallende strenge sammenliknet med de som stilles til land som allerede har brakt seg i en situasjon med høy gjeldsbelastning, omfattende ledighet og eventuelt en svak utenriksøkonomi.

Aller viktigst er det at finanspolitikken må være basert på at utgiftene ikke overstiger de

inntekter man på lengre sikt kan regne med. For Norge reiser en slik linje et spesielt problem fordi usikkerheten med hensyn til hva vi kan «regne med» er så stor. Det kan her være god grunn til å vise nøkternhet i anslagene, siden all erfaring forteller oss at det både økonomisk og politisk er langt vanskeligere å skjære ned på utgifter dersom inntektene har vært overvurdert enn å øke dem dersom det motsatte skulle være tilfelle.

En finanspolitikk basert på et krav til langsiktig balanse betyr at vi må avstå fra å løse oppgaver som kan synes påtrengende gjennom økning av offentlige utgifter. Dette er en normal situasjon som vi tidligere har levd med gjennom alle de år Norge vokste fram til å bli en forholdsvis velstående nasjon. Det ser ofte ut til å være nærliggende å tenke at noen kroner til på et stort statsbudsjett kan ikke gjøre så stor forskjell, og at en milliard tross alt ikke er mer enn 0,5 pst. av budsjettets samlede utgiftsside. Men én milliard ekstra i 1986 betydde at stigningen i det korrigerede underskudd som vi omtalte tidligere, ble økt med hele 25 pst. Og i en presset økonomi er det den siste milliard som gjør størst skade.

En langsiktig balanse betyr også at vi må temme våre velmente ønsker om å løse sysselsettingsproblemer gjennom ekspansiv finanspolitikk. Vi har rik erfaring for at problemer som i øyeblikket så ut til å være konjunkturelle tilbakeslag, i virkeligheten var utslag av en strukturendring. Våre ambisiøse mål for sysselsettingen har også ført til at vi har fortsatt den ekspansive politikken til tross for at vi åpenbart befant oss i en konjunkturoppgang. Når de finansielle ressurser ikke lenger er til stede, løses ikke lenger noe sysselsettingsproblem på denne måten.

Skadevirkningene ved at strukturelle skjevheter konserveres og av at man feildoserer konjunkturpolitikken, blir i lengden større enn hva som vinnes ved at det midlertidig blir sysselsatt flere. Dersom vi bare forskyver problemet i tid, er sysselsettingen best tjent med at den ikke søkes opprettholdt gjennom en ekspansiv finanspolitikk.



Finanspolitikken er av grunnleggende betydning for samlet etterspørsel. En ekspansiv finanspolitikk bidrar til at også kreditttilgangen øker og at presset i arbeidsmarkedet forsterkes. Klarer ikke de politiske myndigheter å tilpasse finanspolitikken til den etterspørselsutvikling de selv anser som mest tjenlig, kan man ikke vente at kredittinstitusjoner og arbeidslivets organisasjoner skal kunne overta og løse problemene. Men dette betyr verken at de er uten ansvar eller at det fra myndighetenes side ikke kan gjøres noe også på disse områdene.

Kredittinstitusjonene har et ansvar både overfor sin egen langsiktige stilling, for sitt omdømme og for å gi sine kunder best mulig veiledning. Personlig tror jeg at alle disse hensyn hadde vært bedre tjent med at konkurransen dem i mellom de siste årene hadde gått mer på vilkårene og mindre på mulighetene for lån.

For den kredittpolitiske styring er nok dette likevel et marginalt problem sammenliknet med at utviklingen i markedene gjør at de tradisjonelle virkemidler for regulering stadig taper i effektivitet. Som jeg allerede har påpekt, har vi begrensede muligheter for å forhindre dette, men vi behøver ikke la virkningen bli større enn den må være.

Det vi kan gjøre noe med, er skattebestemmelsene for renter og formuesavkastning. Man kan bli trett av å gjenta det, men det får være en trøst at det også regelmessig gjentas av de internasjonale organisasjoner som vurderer vår økonomi. Med en skattemessig subsidiering av renteutgifter som gir reelle lånekostnader som bare har en svak tilknytning til den internasjonale pris på penger, er våre muligheter for å føre kredittpolitikk ytterst mangelfulle. Skattekommisjonens forslag, og særlig en delvis overgang til bruttobeskatning vil rette på dette, men mindre jo mer gradvis den blir gjennomført. Om det er tilstrekkelig, vil bare erfaringen kunne vise.

Ingen er naturligvis blind for de politiske bindinger som man over årene har etablert på dette området. Men aksepterer man disse, har man samtidig akseptert å gi avkall på en

vesentlig del av mulighetene for økonomisk styring.

En endring på dette feltet vil redusere behovet for tiltak som er siktet inn mot tilbudssiden i kredittmarkedet. Når presset mot dem blir mindre, er det mulig at de blir mer virkningsfulle dersom de tross alt må tas i bruk. Men i hovedsaken må en regne med at de har utspilt sin rolle.

Også i arbeidslivet reagerer organisasjonene ut fra den markedssituasjon som er skapt. Appeller om moderasjon når i beste fall det sentrale ledersjikt, mens det er ute på arbeidsplassene lønningene stort sett bestemmes. Likevel kan det være grunn til å minne partene i arbeidslivet om de virkninger resultatet av deres forhandlinger har. Årets inntektsoppgjør gjelder arbeidsplassene gjennom resten av dette tiåret og langt inn i -90-årene. Derfor forhandler man ikke bare på vegne av sine medlemmer, men også på vegne av de som ennå ikke har noen arbeidsplass og kanskje heller ikke vil få noen. Ut fra de perspektiver for kommende år som jeg tidligere gav, er det nemlig helt usikkert hvor lenge staten vil ha evne til å holde sysselsettingen oppe gjennom fortsatt etterspørselsøkning eller direkte støttetiltak.

Hensynet til sysselsettingen tilsier at man bygger mindre på hva som har skjedd enn på hva man kan se foran seg. Vi står nå foran en nedgang i landets realinntekt og en tendens til fortsatt forverring av vårt relative kostnadsnivå som vi må regne med vil føre til fortsatt sviktende markedsandeler både ute og hjemme. Det er disse forhold som bestemmer det kostnadmessige og realøkonomiske rom for inntektsøkninger i den ene eller den annen form.

Vårt oppgjørssystem ble utviklet i en tid da faren for arbeidsledighet, som den gang var langt mer av en trussel enn nå, holdt lønnsstigningen i sjakk. Vi har 20 års erfaring for at systemet under dagens forhold fører til en kontinuerlig svekkelse av konkurranseevnen. En analyse av drivkreftene i dagens system viser at det heller ikke er noen grunn til å

vente at det skulle kunne ivareta hensynet til sysselsettingen.

Det er oppmuntrende at de nordiske lands sosialdemokratiske partier og fagbevegelser gjennom Auken-rapporten synes å ha nådd fram til en erkjennelse av dette forhold. Erkjennelse er en forutsetning for handling, men den løser ikke i seg selv noe problem. En ny handlemåte kommer vi først fram til etter å ha revurdert våre målsettinger og omformet system og regelverk til de realiteter vi står og må vente å stå overfor. Dette arbeidet bør kunne begynne uten særlig mye kartlegging av hva vi allerede vet. Vi kan ikke regne med å ha så lang tid å gjøre på.

Den politiske debatt er preget av helt andre spørsmål enn balanserte budsjetter, tilrettelegging av forutsetningene for en kredittpolitikk og sikrere styring i inntektspolitikken. Det er derfor nærliggende å si at det er urealis-

tisk å få gjort noe med disse spørsmål. Likevel er dette først og fremst et spørsmål om tidsperspektiv. Før eller siden blir det realistisk fordi vi ikke lenger har noe valg. Men kostnadene blir mye større hvis det blir siden heller enn før. Mange nasjoner har vist at man må til kanten av stupet før man snur og begynner på den tunge bakken oppover. Kunne ikke vi forsøke å forandre retning mens vi enda er i lett lende?

Kan vi komme noen veg på de områder jeg her har nevnt, skulle det også være lagt et godt grunnlag for «en varig balanse i landets økonomi». I den økonomiske politikk er dette langt fra den eneste oppgave. Men den «varige balanse» er en forutsetning for våre muligheter for løsning av oppgaver på andre områder. Derfor er ikke «varig balanse» ett av flere sidestilte mål, men det fremste mål for økonomisk politikk.



# Perspektiver for norsk økonomi fram mot 1990 – dokumentasjon av enkelte deler av sentralbanksjefens årstale 1986

*Audun Grønn, konsulent i Økonomisk avdeling, og Arild Lund, konsulent i Utrednings- og statistikkavdelingen<sup>1)</sup>*

*Innledningsvis analyseres utviklingen i finanspolitikken de seneste årene. Det konkluderes med at finanspolitikken er dreid i en klart mer ekspansiv retning ved at det som her er betegnet som «det strukturelle budsjettunderskudd» er økt hvert år fra 1983 til 1986. Under forutsetning om at den ekspansive finanspolitikken fortsetter, og at konkurranseevnen fortsatt forverres, analyseres mulige perspektiver for norsk økonomi fram til 1990. En har i denne sammenheng også gått noe inn på de begrensninger en står overfor med å føre en effektiv penge- og kredittpolitikk. Under disse forutsetninger vil norsk økonomi bli stadig mer oljeavhengig. Produksjonsutviklingen i konkurranseutsatt virksomhet blir svak, og eksportunderskuddet utenom olje og gass øker. For å unngå underskudd på driftsbalansen må oljeprisen reelt sett øke hvert år fra 1986 til 1990. Dersom prisen holder seg på «dagens lave nivå» (i beregningene satt til 140 kroner pr. fat) vil underskuddet på driftsbalansen stadig øke. Det er viktig å understreke at beregningene framover ikke er ment som noen prognose for norsk økonomi.*

Denne artikkelen dokumenterer og omtaler nærmere enkelte deler av sentralbanksjefens årstale 1986. Del 1 gir forutsetningene for de økonomiske perspektiver som er skissert fram mot 1990, og omtaler dessuten beregningene av utviklingen i det som er betegnet som det strukturelle budsjettunderskuddet for de foregående år. Del 2 omhandler resultatene, og gir perspektivene for utviklingen i realøkonomiske hovedstørrelser, dvs. hovedkomponentene bak samlet tilgang på og anvendelse av varer og tjenester. Videre omtales utviklingen i utenriksøkonomien og offentlige finanser.

Det er viktig å understreke at de tallstørrelser som her presenteres for utviklingen i norsk økonomi i perioden 1986–1990, ikke må oppfattes som prognoser. Sannsynligvis vil forutsetningene om utviklingen i finanspolitikken ikke slå til, nettopp på grunn av de effekter som er analysert. En må også håpe at forutsetningene om kostnadsutviklingen ikke slår til.

## *Del 1: Forutsetninger*

### *Generelt*

Beregningene har tatt utgangspunkt i Langtidsprogrammet og de hovedtall for den realøkonomiske utvikling som er offentliggjort der for 1985–1989. Forutsetningene om utviklingen i internasjonal økonomi er de samme som i Langtidsprogrammet. Vi har i tillegg innarbeidet utviklingen i norsk økonomi slik den var i 1985, og slik den nå ser ut til å bli i 1986. På de områder hvor utviklingen i 1985–1986 klart ser ut til å bli annerledes enn forutsatt i Langtidsprogrammet, har vi forlenget disse trekkene fram til 1990. De viktigste avvikene gjelder finanspolitikken og utviklingen i konkurranseevnen. Det er videre forutsatt en mindre ekspansiv kredittpolitikk enn i 1985. I tillegg har vi sett på virkningen av to alternative baner for oljeprisen. Med utgangspunkt i Langtidsprogrammet, men med disse nye forutsetninger, har vi så dels ved hjelp av MODIS-IV virkningstabeller beregnet utviklingen i norsk økonomi fram til 1990.

<sup>1)</sup> Forfatterne vil takke Harald Bohn, Jan Fredrik Qvigstad og andre som har bidratt til denne artikkelen.

*Nærmere om finanspolitikken i perioden  
1982–1986. Strukturelt budsjettunderskudd*

*Bakgrunn.* Finanspolitikken har vært en viktig drivkraft bak etterspørselsveksten de seneste årene. Det finnes flere indikatorer for finanspolitikken ekspansive eller kontraktive karakter, d.v.s. dens virkning på den totale etterspørsel i økonomien. De indikatorer som har vært mest brukt i Norge, har alle den svakhet at de påvirkes av konjunkturelle forhold og av spesielle forhold på statens inntekts- og utgiftsside som ikke har virkning på den totale etterspørsel i økonomien. I Norges Bank har vi forsøkt å korrigere den mest brukte indikatoren, «underskudd på statsbudsjettet før lånetransaksjoner, korrigert for oljeskatter og overføringer fra Norges Bank og statlig petroleumsvirksomhet, i prosent av bruttonasjonalproduktet utenom olje og sjofart» – heretter omtalt som det «oljekorrigerede underskudd» – for slike forhold. Poenget med korreksjonene er å rendyrke virkningene av myndighetenes finanspolitiske virkemidler, d.v.s. skatte- og avgiftssatser og de statlige utgiftene.

Det «oljekorrigerede underskuddet», slik tallene framstår i tabeller i de offentlige dokumenter, som nasjonalbudsjett og salderingsproposisjon, indikerte en tilstramming av finanspolitikken i 1984 og 1985 ved at underskuddet ble redusert begge disse år. Indikatoren viste en viss økning i 1983, og det er antatt en betydelig økning i 1986.

Årene 1984 og særlig 1985 var preget av økt produksjon og sterk etterspørselsvekst i Norge. Både internasjonal konjunkturoppgang og endring av kredittpolitikken i ekspansiv retning bidro til dette. Mens det i begynnelsen var impulsene fra utlandet som var sterke, har drivkraften senere – slik det normalt skjer i en konjunkturoppgang – i første rekke kommet fra innenlandske kilder. Den kraftige etterspørselsveksten, forsterket av at denne hadde en spesiell sammensetning, medførte at statens skatte- og avgiftsinntekter disse to årene ble vesentlig større enn de ville blitt hvis økonomien hadde beveget seg mer i takt med den

langsiktige vekstbanen. På den annen side førte den relativt høye arbeidsledigheten i 1983 og 1984 til høyere statlige utgifter i form av utbetalinger av dagpenger enn hva som ville vært situasjonen ved en mer jevn sysselsettingsutvikling. I omtalen av budsjettindikatorerne er det også i Nasjonalbudsjettet lagt vekt på konjunkturelle og andre spesielle forhold.

Det er en svakhet ved tradisjonelle indikatorer for finanspolitikken at disse påvirkes av statens aktivitetsbestemte inntekter og utgifter. Finanspolitiske indikatorer ble behandlet i et vedlegg til Nasjonalbudsjettet for 1982. Problemstillingen om at statlige inntekter og utgifter blir påvirket av konjunkturelle forhold, ble også omtalt der. Det ble påpekt at endring i etterspørselen fra utlandet og i investerings- eller spareviljen, vil påvirke de finanspolitiske indikatorer uten at de finanspolitiske virkemidler er endret. Omvendt kan uendrede verdier på de finanspolitiske indikatorer være et resultat både av at de finanspolitiske virkemidler og andre forhold har endret seg.

Ved å korrigere det faktiske budsjettunderskudd for virkningen av aktivitetsbestemte endringer i inntekter og utgifter, kommer en fram til et *aktivitetskorrigeret budsjettunderskudd*. Dette underskuddet skal forutsetningsvis gi en indikasjon på den underliggende stramhet i finanspolitikken. Nå må det imidlertid sies at heller ikke aktivitetskorrigerede indikatorer gir noen fasit når man vurderer finanspolitikken ekspansivitet. Budsjettunderskuddet er et enkelttall der sammensetningen av finanspolitikken ikke kommer til syne. Ved siden av å vurdere selve underskuddet, må derfor den detaljerte utforming av finanspolitikken og dennes antatte innvirkning på etterspørsel, produksjon, sysselsetting og prisvekst, tas hensyn til ved en samlet vurdering av hvor ekspansivt det finanspolitiske opplegget er. Et gitt finanspolitisk opplegg vil for eksempel bidra til et mer ekspansivt økonomisk opplegg, samlet sett, i en situasjon med stor etterspørsel fra utlandet enn i en situasjon med liten utenlandsetterspørsel. Videre bør en være forsiktig med å tolke hvilke politikkenninger som bør

foretas ut fra slike indikatorer. Har man en uønsket høy arbeidsledighet som er etterspørselsbestemt, kan det tilsi mer ekspansiv finanspolitikk. Er ledigheten kostnadsbestemt, bør politikken ikke bli mer ekspansiv.

I de beregninger som er foretatt i Norges Bank har en startet med å se på hvilken virkning skiftende etterspørsels- og produksjonsutvikling kan ha hatt på de observerte budsjettunderskudd, altså foretatt en aktivitetskorrigerings som nevnt foran. Derneft har en dessuten sett på visse virkninger av endret sammensetning i etterspørselen. I tillegg er det med utgangspunkt i tall som er offentliggjort i nasjonalbudsjettene, foretatt en del justeringer for størrelser som antas å ha liten eller ingen etterspørselsvirkning i økonomien. Dette gjelder i første rekke rentestruer mellom staten og Norges Bank og mellom staten og utlandet. Det er imidlertid ikke helt opplagt hvilke rentestruer det bør korrigeres for. Med de samlede korreksjoner som er foretatt, har en kommet fram til det begrep som her er kalt *strukturelt budsjettunderskudd*. En har ved beregningene sett på perioden 1982 til 1986.

*Beregning av strukturelt budsjettunderskudd.* Utgangspunktet for aktivitetskorrigeringen har vært den faktiske sysselsettingsutvikling. For å etablere det som er kalt en syklisk korrigeret sysselsettingsutvikling, har en for hvert år konstruert et 5-års sentrert glidende gjennomsnitt med like vekter for hvert år. For å konstruere slike syklisk korrigerete sysselsettings-tall for 1985 og 1986, har en for 1987 og 1988 brukt den sysselsettingsutvikling som samsvarer med den realøkonomiske bane Norges Bank ellers har lagt til grunn i beregningene. Den syklisk korrigerete serie beregnet på denne måten, antas å gi uttrykk for den underliggende trend for sysselsettingsutviklingen. En finner da at sysselsettingen i 1982 lå omtrent på linje med den langsiktige utvikling, sysselsettingen i 1983 og 1984 lå 18–20 000 årsverk lavere, mens den i 1985 og 1986 ligger 10–11 000 årsverk høyere. Forutsetningen som gjøres om sysselsettingsveksten i 1987 og 1988 er ikke avgjørende for resultatene av aktivitetskorrigeringen.

Den metoden som er anvendt for beregning av aktivitetsbestemte skatte- og avgiftsinntekter til staten, er da følgende: Det antas at et jevnt konjunkturforløp ville gått sammen med et annet produksjons-, etterspørsels- og sysselsettingsbilde. Endret ledighet ses på som resultat av et annet etterspørselsbilde. Det antas således høyere konsum og eksport (ekskl. olje og sjøfart) enn realisert i 1983 og 1984, og lavere i 1985 og 1986. Det ovennevnte innebærer en forutsetning om etterspørselsbestemt ledighet. I den grad ledigheten har vært kostnadsbestemt, og at en annen sysselsettings-, konsum- og eksportutvikling kunne vært oppnådd som følge av et lavere kostnadsnivå, ville utslagene på budsjettunderskuddet i forhold til den faktiske utvikling blitt mindre. På grunn av størrelsesordenen av de øvrige korreksjoner (jf. tabell 1) endrer dette imidlertid ikke konklusjonene om finanspolitikken ekspansivitet. Utslagene på og sammenhengene mellom sysselsetting, bruttonasjonalprodukt og skatte- og avgiftsinntekter til staten av det endrede etterspørsels- og produksjonsbilde, er beregnet ved hjelp av MODIS IV-virkningstabeller for 1983.

Med de justeringer som er valgt, viser det seg at skatte- og avgiftsinntektene til staten ble om lag 1½ milliarder kroner lavere i 1983 og 1984, og om lag ¼ milliarder kroner høyere i 1985 og 1986, enn hva en syklisk korrigeret utvikling ville generert.

Relativt høy arbeidsledighet førte til økte dagpengeutbetalinger i 1983 og 1984. Arbeidsmarkedstiltakene ble videre trappet vesentlig opp i perioden 1983 til 1985, og er antatt å være relativt høye også i 1986. Dette kan sies å være aktivitetsbestemte utgifter. En har derfor korrigeret for realøkningen i disse utgiftene fra 1982 av. I 1984 og 1985 var realøkningen i størrelsesorden 1½ milliarder kroner. Det kan imidlertid anføres argumenter for at økningen i arbeidsmarkedstiltakene nettopp har vært en del av en mer ekspansiv finanspolitikk. I den grad dette er riktig, vil de korreksjoner som her er foretatt undervurdere finanspolitikken ekspansivitet de senere år.



I 1985 var konsumveksten spesielt konsentrert om avgiftstunge varer, som for eksempel bilkjøp. I beregningene har en derfor i 1985 og dels i 1986 forsøkt å korrigere for det unormalt høye bilsalget. Korreksjonen er størst for 1985, med 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub> milliarder kroner, men også betydelig i 1986, med 1 milliard kroner.

Videre er det korrigert for ekstraordinære inntekter til staten som følge av salg av kraftverk. Både i 1984 og 1985 er korreksjonen om lag 1 milliard kroner. Foruten dette er overførbare bevilgninger fra 1984 som først ble utbetalt i 1985, tilbakeført til 1984. Denne korreksjonen er foretatt fordi slike overføringer var særlig store fra 1984 til 1985.

Foruten ovennevnte korreksjoner har en valgt å korrigere for statens rentestrømmer vis-a-vis Norges Bank og utlandet. Slike transaksjoner er uten etterspørselseffekt innenlands, og en bør derfor se bort fra dem ved en vurdering av hvor ekspansiv politikken er. Statens netto renteinntekter fra Norges Bank har steget dramatisk de siste år, med en økning på 4 milliarder kroner fra 1983 til 1985, og det ventes en viss ytterligere økning i 1986. Dette

har sammenheng med kraftig vekst i statskassens innskudd i Norges Bank, i første rekke som følge av store petroleumsskatter og bankenes kjøp av statskasseveksler for å oppfylle økte primærreservekrav. I den grad økningen i primærreservekravet ikke kan anses som en normal utvikling, bidrar våre korreksjoner for statens renteinntekter fra Norges Bank til at det strukturelle underskudd overvurderes, idet det ikke er korrigert for statens renteutgifter på statskasseveksler.

Statens renteutgifter til utlandet har på sin side sunket vesentlig som følge av statens nedbetaling av utenlandsgjelden. Fra å være over 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub> milliarder kroner i 1982, er de antatt å være praktisk talt null i 1986.

*Resultatet av korreksjonene.* Tabell 1 gir en samlet oversikt over de korreksjoner som er foretatt. Som en ser er korreksjonene betydelige i forhold til de presenterte tall i nasjonalbudsjettene. Positive tall i tabell 1 betyr at korreksjonene gjør det strukturelle underskudd større enn de presenterte tall, negative tall at de gjør det mindre.

Tabell 1. Likviditetsvirkning av korreksjoner. Mill.kroner.

	1982	1983	1984	1985	1986
Endret etterspørselsbilde	- 81	- 1 621	- 1 459	693	762
Særskilt korreksjon for motorvognavgifter	0	0	0	2 725	1 000
Dagpenger	0	- 586	- 693	- 159	- 71
Arbeidsmarkedstiltak	0	- 367	- 835	- 1 327	- 908
Salg av kraftverk	0	0	1 022	1 022	386
Forskyvning av overførbare bevilgninger	0	0	1 300	- 1 300	0
Netto renteinntekter fra Norges Bank	683	272	1 861	4 288	5 204
Netto renteutgifter til utlandet	- 1 649	- 1 291	- 542	- 95	- 20
Samlede korreksjoner	- 1 047	- 3 593	654	5 847	6 353



Tabell 2. Indikatorer for finanspolitikken. Oljekorrigert underskudd og strukturelt underskudd på statsbudsjettet. I prosent av bruttonasjonalproduktet ekskl. olje og sjøfart.

	1982	1983	1984	1985	1986
Oljekorrigert underskudd <sup>1)</sup>	6,9	7,2	6,0	5,2	6,4
Endring fra år til år (prosentpoeng)	..	+0,3	-1,2	-0,8	+1,2
Strukturelt underskudd <sup>2)</sup>	6,5	6,0	6,1	6,8	8,0
Endring fra år til år (prosentpoeng)	..	-0,5	+0,1	+0,7	+1,2

<sup>1)</sup> Underskudd på statsbudsjettet ekskl. Norges Bank og petroleumsvirksomhet slik det er presentert i nasjonalbudsjettene.

<sup>2)</sup> Det oljekorrigerede underskudd korrigert for tallene i tabell 1. Bruttonasjonalproduktet er syklisk korrigert.

Tabell 2 viser det «oljekorrigerede underskuddet» slik det er presentert i offentlige dokumenter og underskuddet slik det fremstår etter våre beregninger (strukturelt underskudd).

De korreksjoner som her er foretatt for å komme fram til begrepet strukturelt budsjettunderskudd indikerer at finanspolitikken, etter en viss kontraktiv utvikling i 1983, ble gradvis mer ekspansiv fra 1984 av. Selv i en konjunkturmessig oppgangsperiode har altså de finansielle virkemidler blitt dreid i en klart ekspansiv retning. De beregninger som er utført er ikke endelige. Vi vil i Norges Bank arbeide videre med denne problemstillingen. Selv om det ikke er helt problemfritt å beregne slike strukturelle indikatorer, anser en den informasjon de gir, som betydningsfull ved vurdering av det finansielle opplegget.

### Finanspolitikken fremover

Den viktigste årsaken til den ekspansive finanspolitikken er sterk vekst i statlige utgifter, spesielt i overføringene. I samband med Langtidsprogrammet ble det presentert et langtidsstatsbudsjett for vekst i statlige utgifter, som skisse for en budsjettpolitikk som kan bidra til en gunstig økonomisk utvikling på mellomlang sikt. Det ble her lagt til grunn en vekst i statlige utgifter før renter, lånetransaksjoner og statlig petroleumsvirksomhet på 1,7% reelt hvert år i programperioden. I 1985 og i forslag til statsbudsjett for 1986 er den nominelle veksten henholdsvis 9 og 10,2%. Med en prisstigning på om lag 6% hvert år tilsvarer dette en

reell vekst på henholdsvis 2,8 og 4,2%. I våre beregninger har vi lagt til grunn at denne ekspansive finanspolitikken fortsetter. Både offentlig konsum og investeringer antas å øke mer enn i Langtidsprogrammet, men spesielt er det overføringene som ventes å bli større. Veksttakten i de offentlige utgiftene forutsettes imidlertid å bli noe dempet mot slutten av perioden i forhold til 1985-86.

Den ekspansive virkningen av finanspolitikken antar vi blir ytterligere forsterket av skatlettelser av samme omfang som i 1985-86.

### Penge- og kredittpolitikken

Utarbeidelse av et penge- og kredittpolitisk opplegg fram mot 1990 må nødvendigvis bli meget grovt, og er forbundet med nokså stor usikkerhet. Noe penge- og kredittpolitisk opplegg er ikke presentert i Langtidsprogrammet. Vi vil heller ikke her presentere noen tallstørrelser for en mulig utvikling for pengesiden av økonomien, men antyde visse tendenser som kan tenkes under en relativt gunstig oljeprisutvikling (jf. «nødvendig-pris»-alternativet som er omtalt nedenfor), og hvilke konsekvenser det kan få for renteutviklingen.

I analysen av et mulig pengepolitisk opplegg for årene fremover, som er foretatt blant annet ved hjelp av kredittmodellen KRØSUS, har en som nevnt antatt at den nåværende finansielle linje videreføres. Forutsetningen innebærer at pengetilførselen fra finanspolitikken vil øke i årene fremover. Dette er en utvikling som gjenspeiler at finanspolitikken fortsatt

antas å være ekspansiv. Det forutsettes også en videreføring av skattesystemets nåværende behandling av renteinntekter og -utgifter.

Kreditttilgangen til publikum har vært særlig høy i 1984 og 1985. Det antas at penge- og kreditttilførselen vil bli dempet i de kommende år. I hovedsak antas at fordrings- og gjeldsutviklingen hos lønnstakerne i årene fremover igjen vokser mer i takt med den antatte nominelle utvikling i konsum og inntekt.

Hvilken kredittpolitikk må føres dersom man skal klare å realisere en slik utvikling? Kredittpolitikken må bli mindre ekspansiv enn i 1985, slik at bidraget til likviditetsveksten fra det private kredittmarked dempes vesentlig. Dette trekker i retning av relativt høyt innenlandsk rentenivå for å dempe kredittetterspørselen og kredittekspsjonen. Samtidig vil det legge grunnlaget for et betydelig salg av statspapirer på det innenlandske penge- og kapitalmarked.

Et stort usikkerhetsmoment vil være publikums valutatransaksjoner. Høyt innenlandsk rentenivå kan føre til større kapitalinngang fra utlandet enn nødvendig av hensyn til utviklingen i driftsbalansen. Dette svekker myndighetenes muligheter for å bruke pengepolitikken i den generelle etterspørselsstyring. Under vårt nåværende valutakurssystem vil riktignok en effektiv valutaregulering i prinsippet skape rom for en autonom pengepolitikk. Vesentlige deler av kapitalbevegelsene er imidlertid liberalisert. Med et høyt innenlandsk rentenivå kan det derfor på lengre sikt bli problematisk å bremse kapitalinngangen og dermed den samlede pengetilførsel. Dette kan få konsekvenser for den nominelle utvikling i økonomien på lengre sikt. Med velutviklede markeder vil det særlig være vanskelig å bremse kortsiktige kapitalbevegelser.

Dersom svekket konkurransevne og lavere oljepriser bidrar til å skape usikkerhet i valutamarkedet, kan dette bidra til å dempe de inngående kapitalbevegelser og øke våre muligheter til å drive en effektiv pengepolitikk.

Med videreføring av den nåværende finans- og skattepolitiske linje, vil imidlertid mulighet-

ene for å føre en pengepolitikk som virker etter intensjonene, på lengre sikt være begrensede. Omlegging av den økonomiske politikk forøvrig ser ut til å være en forutsetning for at penge- og kredittpolitikken skal bli et effektivt element i den samlede etterspørselspolitikk.

#### *Andre forutsetninger*

*Kostnadsutviklingen.* I tillegg til å anta en fortsatt ekspansiv finanspolitikk, bryter vi også med Langtidsprogrammets forutsetninger på et annet viktig område: kostnadsutviklingen i Norge. I Langtidsprogrammet legges det til grunn at den kostnadmessige konkurransevnen er uendret fra 1985 til 1989. Vi antar derimot at de siste 20 års trend med sterkere vekst i lønnskostnadene pr. produsert enhet i norsk industri enn hos våre handelspartnere fortsetter. Det er bare i perioden med pris- og lønnsstopp i 1978–80 at Norges relative kostnadsposisjon, målt på denne måten, er forbedret. De siste 3 årene har konkurransevnen for norsk industri forverret seg med i gjennomsnitt 1% pr. år. Spesielt på bakgrunn av siste års tilstramning av arbeidsmarkedet, og sett i lys av utsiktene til en fortsatt ekspansiv finanspolitikk og uendret inntektsfastsettelsesystem, er det vanskelig å se hva som skulle snu denne trenden. Vi antar derfor at lønnskostnadene pr. produsert enhet i norsk industri fortsetter å øke nærmere 2% mer enn hos våre handelspartnere hvert år fram mot 1990.

*Oljesektoren.* Forutsetningene om oljevirkomheten er bare mindre endret i forhold til Langtidsprogrammet. Eksportvolumet av olje og gass ventes å øke med 4% pr. år (selv om de siste tallene kan tyde på sterkere produksjonsvekst i 1986), og produksjonen av olje og gass stiger til over 80 millioner tonn oljeekvivalenter i 1990. Investeringsaktiviteten i petroleumsvirksomheten vil falle, sammenlignet med det høye nivået i 1985 og 1986, men ikke så mye som forutsatt i Langtidsprogrammet. Veksten i andre typer investeringer ventes i perioden

1986–1990 å bli lavere enn i 1985–86 – om lag som forutsatt i Langtidsprogrammet.

Utviklingen i oljeprisen spiller en viktig rolle for prognoser om den økonomiske utvikling fremover. Samtidig er det kanskje den størrelsen det er vanskeligst å ha en bestemt oppfatning om. Vi har sett på to alternative forløp; en bane der prisen stiger tilstrekkelig til å unngå underskudd på driftsbalansen i årene fremover med de forutsetninger som er skissert foran – «nødvendig pris» – og en bane der vi forlenger prisen slik den var i månedsskiftet januar/februar 1986 (140 kroner pr. fat) til 1990 – kalt «dagens pris». I det siste alternativet har vi begrenset oss til stort sett å se på den direkte virkning på utenriksøkonomien. Virkningen av en lavere oljepris på internasjonal økonomi og på andre sider av norsk økonomi enn petroleumsvirksomheten er ikke analysert i detalj. En må være oppmerksom på at oljeprisen kan komme til å bli høyere enn det høyeste alternativet og lavere enn det laveste. Prisen på gass antar vi følger oljeprisen, men med et visst etterslep.

## Del 2: Resultater

### Realøkonomiske hovedstørrelser

I tabell 3 er utviklingen i en del realøkonomiske hovedstørrelser stilt opp. For sammenligningens skyld er også tatt med tilsvarende resultater fra Langtidsprogrammet.

Resultatet av våre beregninger er ikke overraskende. Den ekspansive finanspolitikken fører til høyere vekst i offentlig konsum og investeringer. De økte overføringene (blant annet til husholdningene) gir videre noe høyere vekst i privat konsum i forhold til Langtidsprogrammet, men veksttakten forutsettes å gå vesentlig ned i forhold til 1985 og 1986. Totalt gir dette høyere vekst i innenlandsk etterspørsel.

På grunn av svekkelsen av konkurransevnen gir ikke denne høyere etterspørselsveksten tilsvarende høyere produksjonsvekst i

Norge. Tvert imot vil vi tape markedsandeler både innenlands og på utemarkedene. Til tross for høyere eksport av olje og gass blir veksten i total eksport lavere enn antatt i Langtidsprogrammet, mens importveksten blir høyere. Bruttonasjonalproduktet utenom oljevirkosomheten øker derfor bare 2%, mot antatt 2½% i Langtidsprogrammet. I konkurranseutsatt virksomhet utenom petroleumsvirksomheten vil produksjonsveksten bli svakere enn dette, mens de som av ulike grunner ikke er utsatt for slik konkurranse, vil oppleve sterkere vekst.

Mot slutten av perioden vil arbeidsledigheten kunne øke noe. Sysselsettingsveksten vil, selv med fortsatt lav produktivitetsvekst, ikke være tilstrekkelig til å holde tritt med den forventede veksten i arbeidsstyrken. I forhold til Langtidsprogrammet innebærer våre beregninger en dreining i den totale etterspørsel fra eksport til innenlandsk etterspørsel, særlig

Tabell 3. Utviklingen i en del realøkonomiske hovedstørrelser. Årlige vekstrater.<sup>1)</sup>

	Langtidsprogrammet 1985–1989	Norges Bank 1986–1990
Privat konsum	2,5	2,8
Offentlig konsum	2,9	3,3
Bruttoinvesteringer	1,6	2,0
Herav:		
Sjøfart og petroleumsvirksomhet	-9,0	-2,4
Offentlige investeringer	0,0	4,5
Innenlandsk anvendelse	2,3	2,7
Eksport	3,9	2,8
Herav:		
Olje og gass	3,7	4,0
Import	1,8	3,0
Bruttonasjonalprodukt	3,3	2,6
Bruttonasjonalprodukt ekskl. utvinning av olje og gass	2,5 <sup>2)</sup>	2,0

<sup>1)</sup> Da vi har innarbeidet utviklingen i 1985 og benyttet ferske anslag på 1986, har vi valgt å sammenligne Langtidsprogrammets anslag for perioden 1985–1989 med våre anslag for perioden 1986–1990. I tabellen er tallene angitt med én desimal av beregningstekniske grunner. Det gir selvfølgelig ikke uttrykk for presisjonsgraden i anslagene.

<sup>2)</sup> Uten olje og sjøfart.



offentlig. Produksjon for eksport er mindre arbeidskrevende enn produksjon til konsum og investeringer (både offentlig og privat). Dreiningen i etterspørselen innebærer derfor at sysselsettingsveksten i våre beregninger, i forhold til Langtidsprogrammets, ikke blir så mye lavere som forskjellen i produksjonsutvikling skulle tilsi.

Med den ekspansive finanspolitikken og betydelige svekkelsen av konkurranseevnen som vi har lagt til grunn, vil prisstigningen i Norge bli sterkere enn i utlandet.

### *Utenriksøkonomien*

Forverringen av konkurranseevnen vil innebære en kraftig svekkelse av den tradisjonelle driftsbalansen, og gjøre norsk økonomi enda mer oljeavhengig. Holdes eksporten av olje og gass utenfor, vil eksportunderskuddet som andel av bruttonasjonalproduktet utenom petroleumsvirksomheten øke fra i overkant av 11% i 1985 til 16–17% i 1990. Dette tilsvarer omtrent samme årlige økning som det vi erfarte fra 1984 til 1985. Importen økte riktignok spesielt mye i 1985 på grunn av den sterke konsumveksten, men dette ble delvis motsvart av en ekstraordinær eksport av eldre skip.

Med en fortsettelse av den siste tids lave oljepris vil driftsbalansen, med våre forutsetninger, vise et underskudd på mer enn 10 milliarder kroner i 1986, etter et overskudd på over 26 milliarder i 1985. Den oljeprisen som vil gi balanse i driftsregnskapet overfor utlandet i 1986, er om lag 180 kroner pr. fat, og den vil med den stadige svekkelsen av den tradisjonelle driftsbalansen måtte øke til om lag 200 kroner (faste 1986-kroner) pr. fat i 1990. Dette er mer enn 40% over dagens nivå (dvs. 140 kroner pr. fat). Når det gjelder rente- og stønadbalansen, har vi i beregningene forutsatt at u-hjelpen økes i takt med bruttonasjonalproduktet, mens netto rentebetalingene vil endres lite, da Norges nettogjeld holder seg noenlunde konstant. Ved utgangen av 1985 var

Norges nettogjeld ovenfor utlandet om lag 40 milliarder kroner.

Dersom «dagens pris» (140 kroner pr. fat) holdes nominelt uendret til 1990, vil eksportverdien av olje og gass bli dramatisk redusert. En uendret nominell pris vil innebære fall i realprisen i forhold til 1986. Med samme produksjon vil eksportverdien i 1990, målt i faste 1986-priser, være om lag 40 milliarder kroner lavere enn i «nødvendig pris» alternativet. Dersom en antar uendret utvikling i resten av økonomien, vil et slikt scenario innebære et stadig stigende underskudd på driftsbalansen. Som andel av bruttonasjonalproduktet vil driftsbalansen vise et underskudd på nærmere 8% i 1990. De stigende driftsbalanseunderskuddene medfører økende netto-utenlandsgjeld for Norge. Dette fører igjen til økte renteutgifter, og i 1990 vil underskuddet på rente- og stønadbalansen utgjøre nesten halvparten av driftsbalanseunderskuddet. Norges nettogjeld til utlandet som andel av bruttonasjonalproduktet vil stige fra 8% i 1985 til over 25% i 1990.

I tallene som er presentert over, er det forutsatt at utviklingen i øvrige deler av norsk økonomi blir den samme med «lav» oljepris som med den «nødvendige» prisutviklingen. Det er gjort flere beregninger internasjonalt som viser at et fall i oljeprisen vil kunne gi sterkere vekst i bruttonasjonalproduktet og lavere prisstigning for verdensøkonomien. Det vil igjen gi sterkere vekst i Norges eksportmarkeder og lavere prisimpulser fra utlandet til Norge (billigere import). Isolert sett vil dette redusere svekkelsen av driftsbalansen. På den annen side vil svekkelsen av konkurranseevnen kunne bli forsterket for store deler av norsk eksportindustri, som er basert på vannkraft. Generelt utgjør nemlig oljeprodukter en mindre andel av energikonsumet i Norge enn i andre industriland. Det er også usikkert i hvilken grad den lavere prisstigningen vil bli tatt hensyn til ved utformingen av finanspolitikken og i inntektsoppgjørene. Den reelle veksten i innenlandsk etterspørsel (privat og offentlig konsum) vil derfor lett kunne bli forsterket med en lav oljepris. Dette vil igjen

medføre økt importvolum, som delvis kan oppveie virkningen av lavere importpriser på driftsbalansen.

Ved en vedvarende lav oljepris er det rimelig å anta at investeringsaktiviteten i oljevirksohmheten vil bli redusert. Felt som tidligere fortonte seg lønnsomme, vil bli ulønnsomme dersom en tror prisen vil holde seg på «dagens nivå». Investeringsnivået i oljevirksohmheten er importtunge, og lavere investeringsnivå vil derfor ytterligere kunne forbedre driftsbalansen i forhold til tallene referert foran.

Selv om en korrigerer for disse forhold, vil resultatet neppe avvike mye fra det som er presentert foran, og hovedbildet vil bli det samme.

### *Offentlige finanser*

Påløpte skatter og avgifter fra petroleumsutvinningen utgjorde i 1985 over 21% av statens samlede inntekter. Statens finanser er derfor sterkt avhengige av utviklingen i oljeprisen. Vår «nødvendige» prisbane innebærer at staten vil være om lag i balanse (inkl. petroleumsinntektene) fram mot 1990. Den ekspansive finanspolitikken vil føre til stadig stigende

underskudd når oljeskattene holdes utenfor. I den «nødvendige» prisbanen vil imidlertid skatteinntektene fra oljevirksohmheten øke tilstrekkelig til å unngå underskudd. Fra 1985 til 1986 vil imidlertid også den «nødvendige» prisbanen medføre et dramatisk fall i oljeskattene.

«Dagens pris» innebærer underskudd på statsbudsjettet allerede i år. Deretter vil underskuddet øke år for år. Staten vil gå over fra å være i netto kreditorposisjon til netto debitorposisjon. Dette innebærer at statens finansieringsbehov vil øke vesentlig i årene framover, et behov som i betydelig grad må dekkes i utlandet om de realøkonomiske forutsetninger for øvrig skal opprettholdes, og for å forhindre at valutaeservene reduseres for mye. De økte renteutgiftene dette innebærer, vil ytterligere øke statens underskudd. En omlegging av politikken vil derfor på lang sikt være nødvendig også av statsfinansielle hensyn.

### *Referanser:*

- Finans- og tolldepartementet: St.meld. nr. 83 (1984-85). Langtidsprogrammet 1986-1989.
- Statistisk Sentralbyrå: Rapport 85/3. MODIS IV. Detaljerte virkningstabeller for 1983.
- Norges Bank: Arbeidsnotat av 11. juni 1979. Terje Prosch: KRØSUS 1.

# Erfaringene med statssertifikatmarkedet i 1985

*Brynjukv Vollan, avdelingssjef i Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank*

*De nye emisjonsforskriftene som ble vedtatt 20. desember 1984<sup>1)</sup>, åpnet en generell adgang til å utstede spesielle verdipapirer — såkalte sertifikater — med løpetid inntil ett år. Den første utleggelsen av slike papirer på vegne av staten — statssertifikater — ble foretatt allerede i slutten av januar 1985. I løpet av 1985 ble det i alt lagt ut 18 statssertifikatlån til en samlet tegning på 32,3 milliarder kroner. Norges Banks brutto-omsætning i annenhåndsmarkedet i løpet av året beløp seg til 61,8 milliarder kroner. Til tross for disse store omsætningsstall har statssertifikatmarkedet «fått en trang fødsel». Hovedårsaken har vært at den generelle likviditetspolitikk ikke har gitt et likviditetsmessig grunnlag for å bygge opp beholdninger av statssertifikater hos banker og publikum. Det har også vært problemer med å tilpasse omsætningen av statssertifikater til det institusjonelle system som eksisterte i utgangspunktet. Under de gjeldende rammebetingelser har statssertifikatenes viktigste funksjon hittil vært å sette gulv for pengemarkedsrenten. Bankene har i perioder med rommelig likviditet og fallende pengemarkedsrenter gått inn og kjøpt sertifikater for store beløp, men disse beholdninger er etter relativt kort tid blitt solgt tilbake til Norges Bank. Med den likviditetspolitikk myndighetene så langt har lagt opp til i inneværende år, vil det være vanskelig å videreutvikle markedet for statssertifikater på kort sikt. Myndighetenes intensjoner om å bygge opp et effektivt kronemarked hvor operasjoner i statssertifikatene vil gi likviditetsutslag ut over banksystemet, står imidlertid fast.*

## *Statssertifikatenes plass i virkemiddelbruken*

Etter hvert som de ulike deler av kredittmarkedet ble bedre integrert, mistet det tidligere styringssystem med utstrakt bruk av regulering av kreditt-tilbudet, mye av sin effektivitet. Således førte forsøk på å demme opp for kreditt fra ett marked til framvekst av nye markeder eller til lekkasjer over til andre og uregulerte markeder. Samtidig var Norges Banks likviditetspolitikk i hovedsak begrenset til å virke inn på banklikviditeten. Så lenge bankene var forhindret i å endre utlånsrenten, hadde varierende likviditetsforhold liten innvirkning på kreditt-tilførselen. Videre sørget bankene i egen interesse for å skjerme avkastningen på særinnskudd fra svingningene i interbankmarkedet. Dette bidro også til å begrense effekten av en tilstramming i likviditetspolitikken.

Ved å introdusere statssertifikater, fikk myndighetene et instrument som kunne

benyttes til å påvirke også publikumsdelen av pengemarkedet. Sammen med markedsoperasjoner i statsobligasjoner kan myndighetene nå langt på vei fastlegge de relative renteforhold over hele spektret av ulike løpetider. Dermed påvirkes også publikums investeringsbeslutninger. For en nærmere drøfting av de nye virkemidler i penge- og kredittpolitikken, henvises det til Penger og Kreditt 1985/1 («Endret kredittpolitikk — nye virkemidler» av Leif Eide).

## *Emisjonene*

Gjennom hele 1985 har utleggelsen av statssertifikater fulgt et fast mønster. Ved utgangen av hver måned er det lagt ut sertifikater med 3 måneders løpetid og annenhver måned sertifi-

<sup>1)</sup>Se Penger og Kreditt 1985/1.



kater med 12 måneders løpetid. Dette systemet innebærer at det til enhver tid vil ligge ute 9 serier, med en hovedvekt på korte løpetider.

Fordelen med hyppige utleggelser er at myndighetene relativt ofte kan markere hvor det korte renteleiet bør ligge. Dette bygger på den antakelsen at renten i førstehånd har en større signaleffekt enn renten i annenhånd. Det er også ansett som en fordel at det til enhver tid er tilgjengelig i markedet et stort tilbud av papirer med varierende løpetider. Ulempene ligger særlig i at systemet er ressurs-

krevene, både ved selve utleggelsen og i den etterfølgende markedspleie.

For at sentralbanken skulle kunne møte enhver etterspørsel i samtlige serier, ville bankens beholdninger av statssertifikater bli svært store ved hyppige utleggelser. Dette problemet ble løst ved at Norges Bank fikk adgang til å tegne i ettertid ved behov i samtlige tidligere utlagte serier. I løpet av 1985 ble denne adgangen til etterhåndstegning benyttet 13 ganger, til et samlet beløp på 8,8 milliarder kroner.

Tabell 1. Tegning i statssertifikater 1985. Førstehånds- og etterhåndstegning

Sektor	Tegningsbeløp (mill. kroner)		
	Totalt	Herav	
		3-mndr. sertifikat	12 mndr. sertifikat
Kommuner (inklusive foretak)	30	30	0
Trygdeforvaltning	495	495	0
Norges Bank	19300	14800	4500
Postsparebanken	3150	1700	1450
Forretningsbanker	8330	8330	0
Sparebanker	321	321	0
Private kredittforetak	72	72	0
Private finansieringsselskaper	20	20	0
Livsforsikringsselskaper	198	198	0
Skadeforsikringsselskaper	10	10	0
Næringslivet	327	315	12
Sum	32253	26291	5962

### Den praktiske utformingen

Statssertifikatene var i første rekke ment å være et plasseringsalternativ for de store investorer, som også i utgangspunktet var hovedaktørene på pengemarkedet. Minstebeløpet ble derfor satt så høyt som 1 mill. kroner. En la i denne forbindelse vekt på at dette ville bidra til et mer oversiktlig marked og et mindre administrativt apparat. Det er neppe grunn til å tro at myndighetene vil ha motforestillinger til at småsparere fikk adgang til å investere i «sertifikatfond», hvis det skulle vise seg å være interesse for dette.

Tilsvarende pengemarkedsinstrumenter i

andre land er gjerne et diskonteringsdokument; det vil si at papirene utstedes til underkurs, uten noen pålydende rente. Den skattemessige forskjellsbehandling på kursgevinst og renteinntekter i Norge tilsa at statssertifikatene ble rentebærende papirer på linje med ordinære obligasjoner. Av praktiske grunner utbetales rente etterskuddsvis og bare ved forfall. Ved omsetning før forfall må således kjøper betale de påløpte, ikke forfalte renter. Denne utformingen av sertifikatene var klart en ulempe i en introduksjonsfase, men det virker nå som om «obligasjonsformen» er på god vei til å bli innarbeidet og akseptert i markedet.

En beslutning at antall rentedager skulle svare til faktiske kalenderdager, slik at året fikk 365 rentedager (366 i skuddår). Denne beregningsmåten var tidligere benyttet for Norges Banks markedspapirer og statskasseveksler, men i de fleste andre sammenhenger – som på obligasjonsmarkedet og særinnskuddsmarkedet – besto året av 360 rentedager. På valuta- og kronemarkedet har en i tillegg den komplikasjon at de løpende rentedager følger kalenderen, mens året bare består av 360 rentedager. I dette virvaret av renteberegninger fant en at det var klare fordeler forbundet med å bruke 365 rentedager. Denne beregningsmåten er stort sett adoptert i det øvrige sertifikatmarkedet.

#### *Annenhåndsomsetningen*

Alle statssertifikatlån er blitt notert på Oslo Børs. Denne omsetningsformen ble valgt fordi alle markedsdeltakere skulle ha mest mulig lik tilgang på informasjon og anledning til å handle på de priser sentralbanken stilte. En vurderte at disse hensyn best kunne ivaretas gjennom omsetning over børs framfor å benytte desentraliserte edb-baserte informasjonssystemer, som på det tidspunkt var for dårlig utbygd. Det ble i denne sammenheng lagt vekt på at Oslo Børs var i ferd med å etablere et eget kommunikasjonssystem, hvor renter og kurser ville bli gjort tilgjengelig over skjermterminal. Rent praktisk ble sertifikatene kvotert på effektiv rente og kursen regnet ut i etterhånd på grunnlag av renten.

Bruken av effektiv rente vare ment som et ytterligere tiltak for å få mer ensartede rentebegreper i pengemarkedet, jf. problemet med antall rentedager. Imidlertid har det vært vanskelig å få det øvrige marked med på å benytte omregningen til helårlig etterskuddsvis rente.

For papirer med løpetid under ett år, innebærer beregninger av effektiv rente at det blir tatt hensyn til at renten utbetales og kan reinvesteres – altså rentesrenteeffekten. Fordelen med effektiv rente er at den gir en basis for å

sammenlikne papirer med ulik løpetid. Mange aktører har imidlertid hatt store problemer med å akseptere dette. Særlig angripes den beregningsmessige forutsetning om at den pålydende (nominelle) renten holdes uendret. Ved stadige endringer i det faktiske rentenivået kan således effektiv rente gi et feil grunnlag for sammenlikninger, blir det hevdet. Et annet motargument er at jo kortere løpetid et papir har, jo mer meningsløs blir beregningen av effektiv rente, som forutsetter stadige reinvesteringer til uendret nominell rente. Holdningen i Norges Bank til dette spørsmålet er at en fremdeles ser store fordeler ved effektiv rente som en basis for sammenlikninger, men at også den nominelle avkastningen for den gjenstående løpetid selvsagt er av interesse for investor. Derfor bør i størst mulig utstrekning begge rentesatser være tilgjengelige.

En beslutning som fikk stor betydning for organiseringen av annenhåndsomsetningen, var at sertifikatene juridisk sett ble definert som ihendehaverobligasjoner, og dermed kom inn under den dagjeldende lov om verdipapiromsetning<sup>1)</sup>. Som en konsekvens fikk fondsmeglerne enerett til å stå for annenhåndsomsetningen av sertifikater, til en fast kurtasje fastsatt av Finansdepartementet. Således ble finansmeglerne, som satt inne med finansielle ressurser og stor erfaring i pengemegling, i første omgang utestengt fra den profesjonelle omsetning av sertifikater. En komplikasjon var det også at fondsmeglere – i henhold til lov – er forhindret fra å ta egne posisjoner og handle for egen regning.

Norges Bank har hittil benyttet private meglere til å forestå noteringene på børsen og omsetningen av statssertifikater på vegne av sentralbanken. En har således benyttet den samme omsetningsform som for statsobligasjoner. Dette er blitt kritisert fordi de meglere som ble valgt ut, fikk et konkurransemessig fortrinn gjennom den nære kontakten med sentralbanken. Enkelte har ment at dette har kunnet lede til at investorene foretrakk sentral-

<sup>1)</sup> Lov om Fonds- og Aktiemeglere av 4. august 1918.

bankens megler, som dermed oppnådde kurtasje begge veier. Den økte omsetning som sertifikatmarkedet skulle representere, ville dermed bli skjevt fordelt i markedet. Noe av kritikken har også gått ut på at de utvalgte meglerne har fått en uforholdsmessig stor godtgjørelse for sine oppdrag, selv om dette særlig har vært en innvending mot omsetningen av statsobligasjoner.

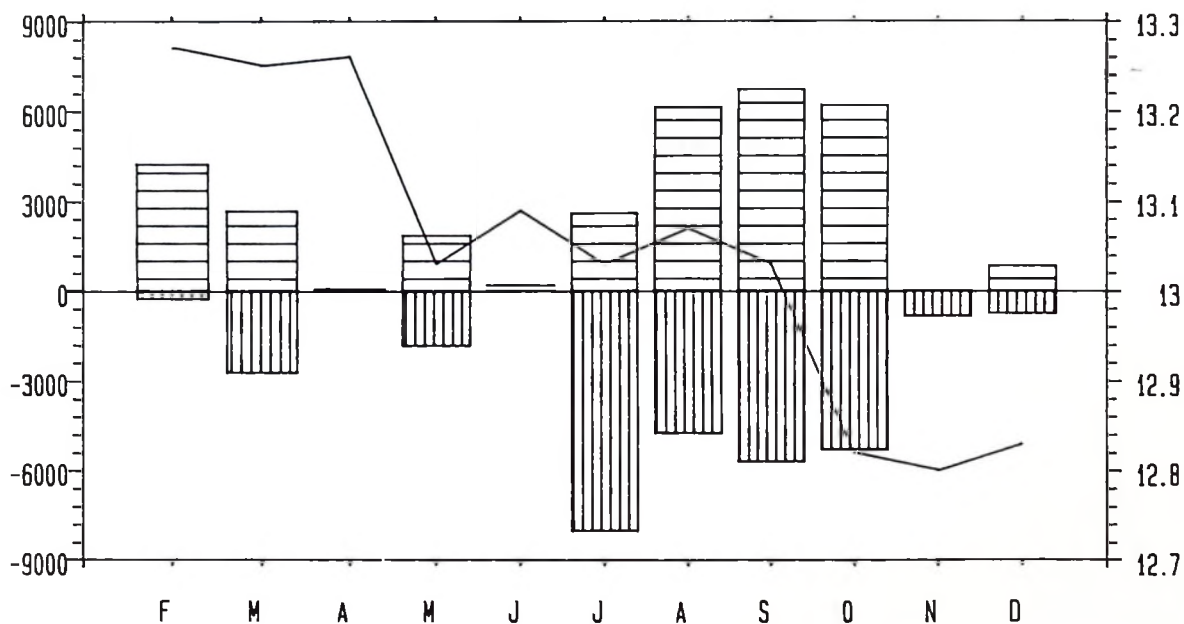
Da Norges Bank begynte markedspleien av statsobligasjoner tidlig i 1984, ble det vurdert om banken selv skulle omsette disse papirene på børsen. Dette ble møtt av motforestillinger både av formell og praktisk art. Således krevde børsreglementet at banken først ansatte en autorisert fondsmegler og opprettet fondsavdeling, men dette fant en ikke hensiktsmessig startfasen.

Den nye loven om verdipapirhandel, som Stortinget vedtok i vårsesjonen 1985, bestemte

at kurtasjen nå kunne avtales fritt mellom partene. I påvente av at loven skulle tre i kraft, innførte Norges Bank i perioden august-oktober 1985 en ordning der banken selv, i tillegg til børsomsetningen, handlet stats sertifikater og statsobligasjoner for egen regning og uten mellommenn med banker, forsikrings-selskaper og pensjonskasser og -fond i et fast tidsrom etter avslutningen av de daglige verdipapirnoteringer på Oslo Børs. Ordningen tok dels sikte på å redusere kurtasjeutgiftene for banken, dels på å skape et godt utgangspunkt for forhandlinger når den nye loven om verdipapirhandel med fri kurtasjefastsetting trådte i kraft. Norges Bank sparte betydelige beløp i kurtasjebetalinger for transaksjoner som i denne perioden ordinært ville ha gått i markedet. Dessuten ga den direkte markeds-kontakten en nyttig erfaring for den videre utvikling av intervensjonssystemet. For

Fig. 1. Norges Banks omsetning av statssertifikater i 1985

- Søylen angir kjøp (positiv) / salg (negativ) i mill.kr.
- Kurven angir effektiv rente (%)



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



statssertifikatenes vedkommende var det også en fordel at omsetningstiden ble utvidet i forhold til den ene omsetningsrunden ved noteringen på børsen.

Etter at den nye loven trådte i kraft i midten av oktober 1985, ble alle meglerforetak med sete på Oslo Børs – med unntak av bankenes fondsavdelinger – invitert til å presentere sitt firma og gi tilbud om kurtasje for å påta seg markedspleie på vegne av Norges Bank. Det ble denne gang åpnet adgang for at også meglerforetak som delvis var eid av kredittinstitusjoner, kunne komme i betraktning, men slike eierforhold ville fremdeles telle negativt ved valg av megler. Tidligere var kun uavhengige meglere blitt gjenstand for utvelgelse, fordi en ønsket å unngå at meglerfirmaet skulle komme i en lojalitetskonflikt mellom Norges Banks interesser som oppdragsgiver og eiernes interesser i obligasjons- eller sertifikatmarkedet. Omleggingen skjedde på grunn av at antallet uavhengige meglere var blitt redusert, og fordi Norges Bank hadde skaffet seg bedre oversikt over samarbeidsforholdene mellom de enkelte selskaper og deres eiere.

Med de kurtasjesatser Norges Bank har stått overfor siden slutten av oktober 1985, har sentralbanken i langt større grad enn tidligere vært sikret et rimelig forhold mellom kurtasjebetalinger og de tjenester som er blitt stilt til disposisjon. De meglere som Norges Bank nå benytter, har måttet forplikte seg til ikke å kreve andel i annen meglers kurtasje i de papirene megleren omsetter på vegne av sentralbanken. Dermed forhindres det at sentralbankens megler kan utnytte sin eventuelle sterke markedsposisjon.

### *Utviklingen i renteavkastningen*

Rentefastsettingen på statssertifikatene har reflektert de justeringer av likviditetspolitikken som har vært foretatt i løpet av 1985. Alle 3-måneders statssertifikater som ble emitert fram til og med utgangen av august, hadde en pålydende rente på 12,5%, tilsvarende en

effektiv rente på 13,1% p.a., mens 12-månederspapirene ga en årlig avkastning på 12,5%. Som rimelig kan være, førte dette til liten interesse for 12-månederssertifikatene (jf. tabell 1), selv om det i deler av markedet var forventninger om rentefall.

I forbindelse med opphevelsen av renteerklæringen 25. september, reduserte Norges Bank renten på fjerde transje innenfor bankenes automatiske låneadgang fra 13,5% til 12,5%. Renten i annenhåndsmarkedet for statssertifikater ble samtidig nedjustert med 0,3 pp til 12,80% p.a. for alle lån i markedet med løpetid mindre enn 3 måneder. Den pålydende (nominelle) renten på det nye 3-månederspapiret som ble offentliggjort samtidig, var 12,2%, tilsvarende en effektiv rente på 12,8% p.a. Disse tiltak ble satt i verk for å signalisere at bankenes kortsiktige utlånsrente, for eksempel kassekredittrenten, ikke skulle øke som følge av opphevelsen av renteerklæringen. Ved utgangen av oktober lå det to statssertifikater ute til tegning – begge til en effektiv rente på 12,8%. Samtidig ble renten på alle lån i markedet endret tilsvarende. Fra en fallende rentekurve i store deler av 1985, hadde vi de to siste månedene en flat avkastningskurve i statssertifikater – uttrykt i effektiv rente.

### *Likviditetsgrunnlaget for et sertifikatmarked*

Hovedproblemet for å få i gang et sertifikatmarked med en viss bredde og dybde i 1985, var knyttet til *de generelle likviditetsforhold* i pengemarkedet. Gjennom hele året var bankene og finansieringsselskapene pålagt en stor og økende likviditetsbinding, ved primærreserverkrav som var høye selv i historisk sammenheng.

For å holde pengemarkedsrenten på det ønskede nivå, har det i store deler av året vært et presserende behov for å tilføre likviditet fra Norges Bank og *ikke* trekke inn likviditet ved salg av statssertifikater. I fem perioder i 1985 har således sentralbanken tilført bankene

kronelikviditet ved kjøp av deres beholdninger av stats- og statsbankobligasjoner mot gjenkjøpsplikt. I knapt  $\frac{2}{3}$  av året var det løpende slike avtaler. Gjennomsnittlig utestående pr. dag i den tiden disse gjenkjøpsavtalene løp, var 5,8 milliarder kroner. Gjenkjøpsavtalene, sammen med sesongmessig rommelig likviditet, har i kortere perioder ført til en oppbygging av sertifikatbeholdninger i banksystemet, som har dannet en viss likviditetsmessig «buffer». Dette skjedde blant annet i begynnelsen av mai og i begynnelsen av juli i forbindelse med gjenkjøpsavtaler. Generelt har imidlertid bankenes «funding»-kostnader, også ved gjenkjøpsavtaler, gjort det lite gunstig for bankene å plassere i statssertifikater.

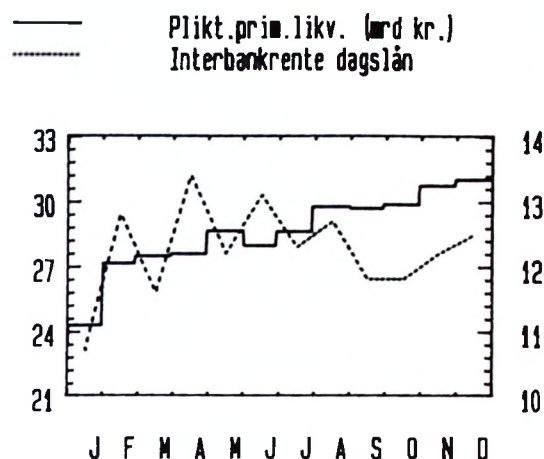
I en slik situasjon, med et nærmest konstant behov for å tilføre likviditet til banksystemet, ville det heller ikke ha vært fornuftig å *prise* statssertifikatene høyere enn tilfellet har vært. (Begrepet «pris» brukes i sertifikatmarkedet gjerne om den avkastning papirene gir.) En høyere avkastning ville i beste fall ha resultert i et noe større salg av statssertifikatene, men også i et tilsvarende økt tilførselsbehov. Bankene kunne nok ha vært interesserte i å plassere i statssertifikater hvis tilstrekkelig likviditet kunne skaffes rimeligere fra Norges Bank, men en slik «subsidiert» oppbygging av bankenes sertifikatbeholdninger ville ikke ha tjent noen hensikt.

I denne sammenheng må en også være oppmerksom på at i perioder med stram likviditet vil bankene og finansieringsselskapene være aktive etterspørere etter penger i det private marked. Plasseringer i dette markedet – for eksempel i form av særinnskudd eller i form av plasseringer hos meglerapparatet i «gråmarkedet» – vil derfor være mer attraktivt enn kjøp av statssertifikater. Gjennom så og si hele 1985 har således de store investorer kunnet oppnå bedre avkastning på den private delen av pengemarkedet.

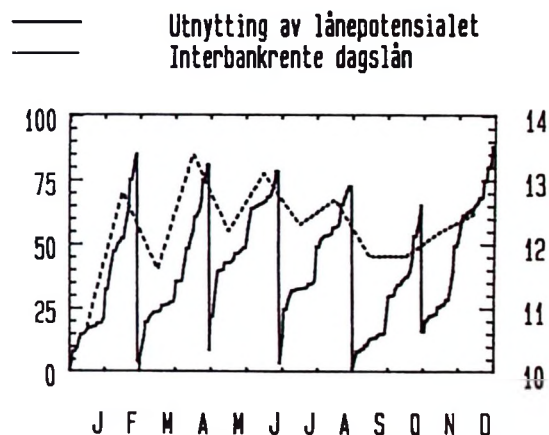
Forholdene omkring den første utleggelsen av statssertifikatet i januar 1985 kan illustrere dette godt. Likviditeten var på det tidspunkt sesongmessig romslig og pengemarkedsrenten fallende (se figur 2). Forventningene til det nye

Fig. 2. Likviditetsindikatorer 1985.

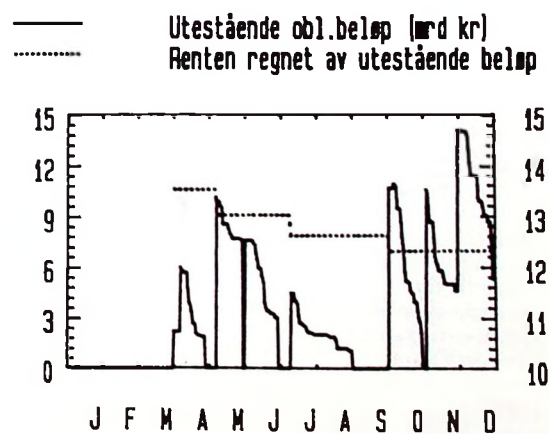
#### Likviditetsbinding og renter i banksystemet



#### Bankenes opplåning i Norges Bank



#### Bankenes salg av obligasjoner mot gjenkjøpsplikt



statssertifikatet var store, og bankene – såvel som den private sektor utenfor banksystemet – tegnet seg for ikke ubetydelige beløp, henholdsvis 4280 og 530 mill. kroner. Likviditeten ble strammere allerede i februar – delvis som et resultat av større pliktig likviditetsbinding – og bankene måtte utnytte så og si hele låneadgangen i Norges Bank til en marginal lånerente på 13,6%. Bankenes beholdninger av statssertifikater – som var et tre-måneders-papir med en nominell rente på 12,5% – ble raskt solgt tilbake til Norges Bank.

Som et resultat av de store låneopptak i Norges Bank, ble pengemarkedsrenten også presset opp, og de private investorene så plasseringsalternativer i markedet som nå gav en høyere avkastning enn det de fikk på statssertifikatene. Selv om også disse beholdninger kunne selges tilbake til Norges Bank med et relativt lite utslag i renten, følte mange av disse første kjøperne av statssertifikatet seg «lurt» av myndighetene og Norges Bank.

Hvis sertifikatrenten i denne situasjonen skulle ha fulgt med pengemarkedsrenten oppover, ville dette ha resultert i en rentespiral som mest sannsynlig måtte ha blitt løst ved en tilførsel av likviditet fra Norges Bank til gunsti-

gere betingelser. Dette kunne Norges Bank ha gjort hvis tilstrammingen hadde vært forbigående, noe som langt fra viste seg å være tilfellet.

Den generelle likviditetsutvikling har således forhindret at statssertifikatrenten til enhver tid har vært representativ for pengemarkedsrenten. Det har vært tilfellet i perioder, men statssertifikatrenten har da gjerne representert et gulv for pengemarkedsrenten. Dette er hovedsakelig et resultat av at bankene har brukt sertifikatene i sin likviditetstilpassning, noe som også har resultert i de relativt store volumtall for annenhåndsomsetningen.

I tillegg til at bankene i kortere perioder har brukt statssertifikater for plassering av overskuddslikviditet, har usikkerhet om likviditetssituasjonen i de enkelte perioder skapt store rentefluktuasjoner, som igjen har resultert i store svingninger i bankenes sertifikatomsætning. Dette skjedde blant annet i fjerde og femte låneperiode (juli og oktober). Videre ble det mot slutten av denne perioden etter hvert mer vanlig at den kurtasje Norges Bank betalte til megler ved omsetning i markedet, ble delt mellom megler og investor. Dette gjorde det gunstig både å kjøpe og selge statssertifikater.

Tabell 2. Totaloversikt over sertifikatmarkedet i 1985

	Bruttoemisjoner (jan.-des.)	Utestående beløp pr. 31.12.85			
		Total	Gjenstående løpetid:		
			0-3 mndr.	3-6 mndr.	6-12 mndr.
Statssertifikater	32 253	8 553	4 590	2 052	1 911
Norges Bank, trygdeforvaltning, Postsparebanken	22 905	7 624	3 674	2 050	1 900
Andre	9 348	929	916	2	11
Banksertifikater	1 229	459	183	188	88
Sparebanker	101	1	-	-	1
Postsparebanken	1 128	458	183	188	87
Finanssertifikater	4 583	3 305	1 514	375	1 416
Lånesertifikater	3 510	2 535	850	1 035	650
<b>Total</b>	<b>41 575</b>	<b>14 852</b>	<b>7 137</b>	<b>3 650</b>	<b>4 065</b>



### *Det øvrige sertifikatmarked*

Utenom statssertifikatene ble det i 1985 utstedt andre sertifikater for 9,3 milliarder kroner, hvorav 6,3 milliarder kroner var utestående ved årsskiftet (jf. tabell 2). Sertifikater emittert av finansieringsselskapene (finanssertifikater) utgjorde 4,6 milliarder kroner og sertifikater emittert av bedrifter og institusjoner (lånesertifikater) 3,5 milliarder kroner. Disse tallene må kunne karakteriseres som en forsiktig start, omtrent som en kunne forvente.

Det mest oppsiktsvekkende må være at det bare ble utstedt banksertifikater for 1,2 milliarder kroner i løpet av 1985. Denne utvikling gjenspeiler det faktum at bankene foreløpig ikke har sett sine interesser tjent med å tilby sertifikater i noe større omfang. Hovedårsaken er at bankenes likviditetskostnader – i alle fall gjennomsnittlig – er lavere i særinnskuddsmarkedet enn hva de ville ha vært i et sertifikatmarked. En mer aktiv markedsføring av banksertifikatene ville kunne ha resultert i en større rentebevissthet hos særinnskuddskunder og mindre muligheter for å skjerme særinnskuddsmarkedet fra svingninger i pengemarkedsrenten. Også den generelle likviditetsutvikling har i høy grad påvirket denne utviklingen, ved at statssertifikatene hittil ikke prismessig har representert noen reell konkurranse til bankenes særinnskuddsvilkår for de kunder som sertifikatmarkedet ville ha vært et seriøst alternativ for.

Vi har ingen statistikk for annenhåndsettingen i andre sertifikater, men hovedinntrykket er at investor stort sett sitter med papirene til forfall. Imidlertid er grunnlaget lagt for et «skjerm-marked», ved at stadig flere meglere og banker stiller forpliktende priser som er tilgjengelig på skjermterminaler knyttet til et databasert informasjonssystem. Således er en betydelig innsats allerede gjort i mange institusjoner for å bygge opp kompetansen for sertifikathandel.

Grunnen til at det har gått noe tregt med å utvikle et sertifikatmarked, kan også ha sammenheng med andre forhold. Sertifikat-

markedet er nytt i Norge, og kjennskapen til dette pengemarkedsinstrumentet har foreløpig i liten grad nådd ut til investorer utenfor finansinstitusjonene. Det er også trolig at det spesielt innenfor mindre enheter blant finansinstitusjonene er mangelfull informasjon om dette nye pengemarkedsinstrumentet.

For statssertifikatene kan også systemet som innebærer at det går to dager fra handel i disse papirene til oppgjør, i mange tilfeller være lite hensiktsmessig – spesielt for banker – i den daglige likviditetstilpasningen. På den andre siden trekker systemet med to oppgjørsdager i retning av at kjøp og salg av statssertifikater skulle være teknisk håndterlig for investorer også utenfor banksystemet. For andre sertifikater er det ikke uvanlig å gå ned til samme dags oppgjør hvis dette er ønskelig.

### *Framtidsutsikter*

Den nåværende virkemiddelbruk overfor banker og andre kredittinstitusjoner medfører at likviditeten i banksystemet fortsatt vil være meget stram. Men disse tiltakene er bare av midlertidig karakter. Målsettingen er fremdeles at påvirkning av kreditt- og likviditetsstørrelser i størst mulig utstrekning skal skje ved markedskonforme virkemidler. Norges Banks operasjoner i statssertifikatmarkedet vil være helt sentrale i denne sammenheng.

For å utvikle et mer effektivt marked for statssertifikatene, vurderer en for tiden hvordan Norges Bank bør organisere sine egne operasjoner på markedene for statspapirer. Det mest nærliggende alternativ til den nåværende organisasjon av de innenlandske operasjoner synes å være at Norges Bank deltar direkte i børsnoteringen. Derfor tar en sikte på å klarlegge de formelle og praktiske sider ved en direkte deltakelse fra Norges Bank på børs-gulvet. Et slikt skritt vil være avhengig av om direkte deltakelse vil bidra til et bedre funksjonerende annenhåndsmarked for statspapirer generelt sett.

Sentralbankens intervensjonsteknikk vil til

enhver tid måtte tilpasses den måte markedene fungerer på. I et verdipapirmarked hvor andre markedsdeltakere fortløpende stiller forpliktende kjøps- og salgskurser, vil det ikke være behov for at sentralbanken er kontinuerlig i markedet. Det vil her alltid eksistere priser som sentralbanken kan handle på hvis det er ønskelig å påvirke markedet i en bestemt retning. En slik intervensjonsteknikk ville likne den Norges Bank (og andre sentralbanker) benytter i valutamarkedet. Dersom forholdene legges til rette, ville det være mulig å relativt raskt få et pengemarkedsinstrument/sertifikatmarked i Norge som hadde disse egenskaper. Når det derimot gjelder obligasjonsmarkedet, som Norges Bank også opererer i for å påvirke likviditets- og renteforholdene, ligger trolig en slik funksjonsmåte noe lenger fram i tiden. Utviklingen av dette markedet vil trolig være mer avhengig av et aktivt engasjement fra Norges Banks side. En direkte deltagelse fra Norges Bank på børsulvet er derfor mer sannsynlig for obligasjoner, men kan på det nåværende tidspunkt ikke utelukkes også for sertifikater.

Organiseringen av Norges Banks operasjoner er imidlertid bare ett av de mange viktige spørsmål som gjenstår for å få en hensiktsmessig videreutvikling av verdipapirmarkedene i Norge. Det vil blant annet være viktig at forholdene blir lagt til rette for terminalbaserte handelssystemer, som i en rekke andre land har vist seg å være de mest effektive. En del av de betingelser som i så fall må være oppfylt, har Norges Bank pekt på i sin høringsuttalelse om børslovutvalgets utredning og utkastet fra Oslo Børs til nytt børsreglement.

I første rekke gjelder det at børsen ikke må få en monopolstilling som kan hemme utviklingen av nye instrumenter og omsetningsmåter. Andre viktige spørsmål som krever en avklaring, er forskriftene til den nye loven om verdipapirhandel, hva angår finans- og pengemeglerens adgang til å delta i den ervervsmessige omsetningen av visse verdipapirer — så vel som regler for meglernes adgang til egenhandel. Det må også være klart at utformingen av den generelle likviditets- og kredittpolitikk er den faktor som har den største innflytelse på den videre utvikling av verdipapirmarkedene.

Norges Bank vurderer også om banken skal etablere et innskrivningssystem for statssertifikater. For at statssertifikatene skal kunne utvikles til et effektivt instrument i likviditetsstyringen, er det nødvendig at en kan håndtere mange transaksjoner og større beløp på en sikker og effektiv måte. Med et innskrivningssystem kan en også oppnå et kvalitativt bedre system, særlig ved at oppgjørstiden kan skjæres ned til samme dags oppgjør.

Det innskrivningssystemet som det er på tale å utvikle i Norges Bank, skal kunne innpasses i VPS-systemet. Det er imidlertid ikke avklart hvorvidt det er en velegnet løsning å knytte sertifikater og andre pengemarkedsinstrumenter til VPS, men muligheten bør ikke utelukkes. Det er flere problemer i denne forbindelse, blant annet at standard oppgjørsperiode i VPS er fire dager. Således er det klart at VPS-systemet, slik det vil foreligge for behandling av obligasjoner, må tillempes en god del før det eventuelt er egnet for statssertifikater.

# Norges Banks valutafordringer – tre spørsmål og to svar

Odd Per Brekk, konsulent i Økonomisk avdeling i Norges Bank<sup>1)</sup>

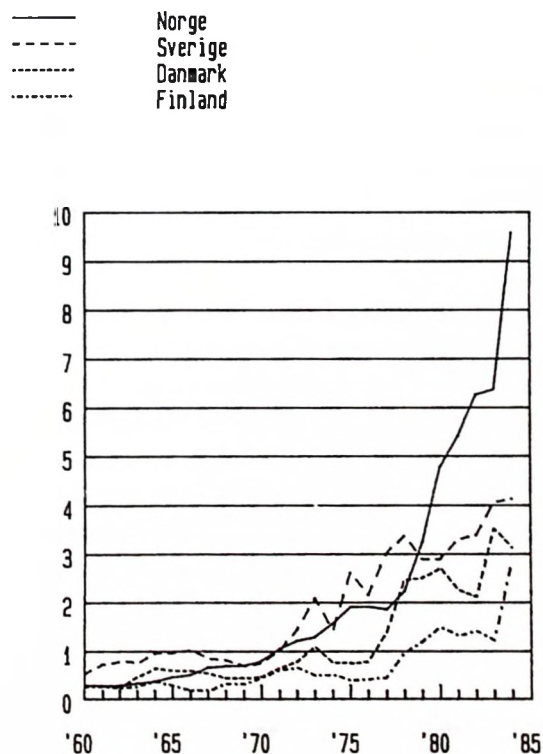
Norges Banks valutafordringer har vist en betydelig økning i første del av 1980-årene, med en tilsvarende vekst i offentlig oppmerksomhet. Interessante spørsmål i så måte ser ut til å være hvorfor fordringene er så høye, hva valutafordringene består av og hvor store de bør være. Fordringsveksten skyldes ikke en målrettet oppbygging, men er et resultat av en lang rekke faktorer i så vel norsk som internasjonal økonomi. Viktig er det å merke seg at økt utenlandsgjeld for andre sektorer i stor grad utgjør motstykket til veksten i Norges Banks fordringer. Ser en på valutafordringene som en del av nasjonalformuen, bør alle sentralbankens fordringer på utlandet inkluderes i reservebegrepet. Internasjonale reserver defineres imidlertid tradisjonelt som de fordringer sentralbanken – gjennom intervensjoner i valutamarkedet – kan nytte til styring av valutakursen. Dette tilsier at kun den mest likvide delen av valutafordringene tas med. Begge betraktningmåtene er ivarettatt i den nåværende todeling av Norges Banks brutto fordringer på utlandet i likvide «valutareserver» og «andre fordringer på utlandet». Ved plasseringen av «andre fordringer på utlandet» legges det relativt større vekt på avkastning og mindre på likviditetsgrad. Når det gjelder spørsmålet om hvor store de likvide valutareservene bør være, er konklusjonene mer usikre.

Norges Banks valutabeholdninger har vist en sterk vekst de senere år. Veksten har vært høy både i historisk og internasjonal sammenheng. Men også mange andre land har i samme tidsrom hatt en – historisk sett – relativt sterk vekst i sine offisielle beholdninger av valuta. Ved siden av dette kan det observeres at landenes offisielle valutabeholdninger har vist større svingninger fra år til år i «flytekursperioden» enn hva som var vanlig i årene før sammenbruddet av Bretton Woods-avtalens fastkurssystem. Figur 1 viser utviklingen for de nordiske land etter 1960.

Veksten i Norges Banks valutabeholdninger har bidratt til at disse er blitt viet økt oppmerksomhet. Det kan derfor være nyttig å avklare enkelte spørsmål i tilknytning til dem: Hvorfor har Norges Banks valutabeholdninger økt? Hva inngår i dem? Og på hvilket nivå bør de ligge? Denne artikkelen er et forsøk på å besvare disse spørsmålene. De to første kan langt på vei besvares ved å vise til

<sup>1)</sup>Takk til blant andre Harald Bohn, Øyvind Eitrheim og Kristin Gulbrandsen for kommentarer til en tidligere versjon av artikkelen.

Fig. 1. Offisielle valutabeholdninger (Mrd. SDR)





konvensjonelle definisjoner og historisk utvikling. Det tredje spørsmålet lar seg derimot ikke så lett besvare.

I det følgende drøftes det *ikke* hvordan selve forvaltningen av valutaen bør innrettes. Det er gjort nærmere rede for dette i Norges Banks brev til Finansdepartementet av 4.12.1985, trykket annetsteds i dette nummer av Penger og Kreditt.

### Hvorfor har Norges Banks fordringer på utlandet vokst?

Vi skal i dette kapitlet se på hvilke forhold som bestemmer utviklingen i Norges Banks fordringer på utlandet, slik de nå defineres<sup>1)</sup>. (Enkelte definisjonsproblemer drøftes i neste kapittel.) Et nærmere blikk på nasjonen Norges fordrings- og gjeldsposisjon overfor utlandet kan bidra til å sette Norges Banks valutaforordringer i perspektiv.

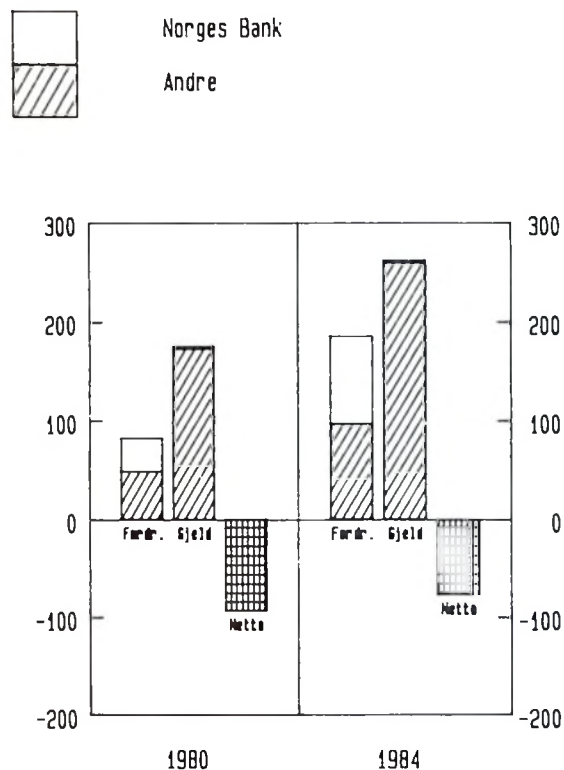
Figur 2 viser Norges brutto fordringer, brutto gjeld og differansen – netto gjeld overfor utlandet – i 1980 og 1984. Både brutto fordringer og brutto gjeld overfor utlandet har økt, mens Norges netto utenlandsgjeld etter å ha nådd en topp i 1979, viste en nedgang i første halvdel av 1980-årene.

Som det framgår har Norges Banks fordringer utgjort en betydelig andel av de totale utenlandsfordringene (hhv. 41% og 48%), mens banken kun har stått for en ubetydelig andel av utenlandsgjelden (hhv. 1,3% og 0,9%).

En gitt utvikling i netto utenlandsgjeld er forenlig med mange ulike kombinasjoner av brutto gjelds- og fordringsendringer, så vel totalt som fordelt på sektorer. Nedgangen i Norges nettogjeld var en følge av at driftsoverskuddet overfor utlandet mer enn oppveide en økning i utestående gjeld som følge av valutakursendringer. Økningen i Norges Banks fordringer på utlandet fra 1980 til 1984 (på 54,4 milliarder kroner) var imidlertid

<sup>1)</sup>J.P.Holter har i en artikkel i Penger og Kreditt 81/2 foretatt en tilsvarende drøfting, men med utgangspunkt i Norges Banks balanse.

Fig. 2. Fordringer og gjeld overfor utlandet (Mrd. NOK)



vesentlig større enn reduksjonen i den samlede nettogjelden (på 16,1 milliarder kroner). Motstykket til den øvrige fordringsøkningen for Norges Bank (på 38,3 milliarder kroner) var altså økt netto gjeld til utlandet for andre sektorer. Denne økningen skyldes dels økte låneopptak og dels valutakursendringer. I 1985 var nedgangen i den samlede nettogjelden større enn økningen i Norges Banks valutafordringer. Den fallende dollarkursen bidro til dette. Konklusjonen blir allikevel at økningen i Norges Banks valutafordringer i første del av 1980-årene i stor grad gjenspeiler økt opplåning om en ser nasjonen under ett, og Norge er fortsatt en netto gjeldsnasjon.

For å forstå utviklingen fra 1980 til 1984, kan det være nyttig å se nærmere på den valutakurs- og intervensjonspolitikken Norge har ført i perioden, samt på hvordan de underliggende

utenriksøkonomiske transaksjonene har bidratt til endringene i Norges fordringer og gjeld overfor utlandet.

Den norske *valutakurspolitikken* har som målsetting å holde en stabil kurs på kronen, slik denne måles ved kursindeksen. Dersom det er overskudd av valuta (underskudd av kroner) i det norske valutamarkedet, fører det til et press i retning en sterkere krone. For å motvirke dette presset kjøper Norges Bank opp overskuddet, slik at valutabeholdningen øker. Dersom det er valutaunderskudd (press i retning en svakere krone), vil omvendt Norges Bank selge valuta mot kroner, og valutabeholdningen reduseres. Vi skal i det følgende se litt nærmere på hvordan slike over- eller underskudd oppstår.

Anta at det i utgangspunktet er balanse mellom tilbud og etterspørsel etter kroner mot valuta til den kronkursen en ønsker å holde. Anta så at en norsk eksportbedrift ønsker å veksle om sine valutainntekter til kroner. Omvekslingen vil – ved den gitte kronkursen – bidra til en overskuddsetterspørsel etter kroner mot valuta. Norges Bank vil da intervensere i valutamarkedet, og dermed øker valutabeholdningen. Tilsvarende vil det trek-

ke i retning av økt valutabeholdning når en norsk bedrift tar opp et valutalån i utlandet, eller når utenlandske selskaper foretar direkte investeringer i Norge. Motsatt vil det bidra til at Norges Banks valutabeholdning reduseres når norske importører skaffer seg valuta til betaling av import, og norske sektorer yter lån til eller foretar direkte investeringer i utlandet. Finansielle omplussinger mellom kroner og valuta i situasjoner med uro på valutamarkedet vil også bidra til endringer i valutabeholdningen.

Valutabeholdningen påvirkes altså både av *handelen* med utlandet og av *kapitalstrømmene* for sektorer utenom Norges Bank. Betalinger av *renter og stønader* overfor utlandet påvirker valutabeholdningen på tilsvarende måte som handels- og kapitaltransaksjonene. I tillegg til endringer som følge av disse transaksjonene vil beholdningen – uttrykt i norske kroner – påvirkes av *kursutviklingen* på plasseringsvalutaene overfor kronen.

Tabell 1 viser hvordan veksten i Norges Banks fordringer i 1980-årene kan føres tilbake til *driftsbalansen* (det vil si summen av handelsbalansen og rente- og stønadsba-

Tabell 1. Endringer i Norges Banks fordringer på utlandet.  
(Mill. NOK).

	1981	1982	1983	1984	1985 <sup>1)</sup>
A. Driftsbalanse	12,5	4,1	15,0	26,4	21,8
B. Netto kapitalinngang	-9,4	3,6	-14,1	-1,2	17,2
Private og kommuner	0,6	13,3	-0,7	1,2	-4,3
Stat og statsbanker	-6,1	-8,3	-13,6	-9,1	0,3
Private kredittinstitusjoner	-3,9	-1,4	0,2	6,7	21,2
C. Omvurderingsposter <sup>2)</sup>	2,2	4,4	1,7	9,0	-15,9
Endring i Norges Banks brt. utenlandsgjeld, tildelte SDR og statistiske feil	-0,7	-3,6	-0,5	0,1	-
Valutakursendringer	2,9	8,0	2,2	8,9	-
D. Endring i fordringene (D=A+B+C)	5,3	12,1	2,6	34,2	23,1

<sup>1)</sup>Januar-oktober

<sup>2)</sup>Tildelte SDR, korrigering for valutakursendringer, endring i Norges Banks brutto utenlandsgjeld samt statistiske feil.

lansen), kapitaltransaksjonene og omvurderingsposter. Overskuddene på driftsbalansen har ikke vært motsvart av en netto kapitalutgang, og dette har ført til økning i valutafordringene. Som det framgår av tabellen skyldes omvurderingene vesentlig valutakursbevegelser.

Driftsoverskuddene må ses i sammenheng med økt volum og pris (målt i kroner) for petroleumseksporten. I 1983/84 var det dessuten en – i hovedsak konjunkturt bestemt – sterk vekst i tradisjonell norsk eksport, kombinert med en lav importvekst. Disse forhold har mer enn oppveid underskuddet på rente- og stønadbalansen.

Av tabellen framgår det at netto kapitalinngang til private og kommuner vekslet fra år til år, slik at det for første halvdel av 1980-årene under ett var en positiv inngang. Stat og statsbanker har hatt en netto utgang, noe som må ses i sammenheng med nedbetalingen av statens utenlandsgjeld. De private kredittinstitusjonene hadde en netto kapitalutgang i 1981 og 1982, men har senere hatt en økende netto kapitalinngang.

Det relativt høye nominelle rentenivået på kroneplasseringer i 1980-årene må antas å ha dempet netto kapitalutgangen utenom Norges Bank og statssektoren. Institusjonelle forhold – for eksempel den regulering norske banker er underlagt – har trolig virket i samme retning.

Den stigende dollarkursen har bidratt vesentlig til fordringsveksten, idet en stor del av valutabeholdningen har vært plassert i dollar. På den andre siden har dollaroppgangen økt netto utenlandsgjelden for andre sektorer. Svekkelsen av dollaren gjennom 1985 har imidlertid trukket i retning av en nedgang i Norges Banks valutabeholdning og i netto utenlandsgjeld for øvrige sektorer.

Veksten i Norges Banks valutabeholdning de senere år har altså vært et resultat av den norske valutakurspolitikken, kombinert med en lang rekke faktorer i norsk og internasjonal økonomi. Veksten kan derfor ikke betraktes som et resultat av en målrettet oppbygging av valutafordringer på sentralbankens hånd.

Mer relevant er det å betrakte fordringsveksten som residualt bestemt, gitt de rammer utviklingen internasjonalt har satt, og gitt den økonomiske politikken som har vært ført i Norge.

#### *Hva er internasjonale reserver?*

De offisielle valutabeholdningene er en del av nasjonalformuen. Dette tilsier at de bør defineres til å omfatte alle Norges Banks fordringer på utenlandske sektorer.

En kan imidlertid også ta utgangspunkt i at den norske valutakurspolitikken gjør det nødvendig å ha en likvid beholdning av valuta for intervensjonsformål, og dermed definere internasjonale reserver som de fordringer Norges Bank – gjennom intervensjoner i valutamarkedet – kan nytte til å motvirke en svekkelse av norske kroner. Dette er den tradisjonelle definisjonen av internasjonale reserver.

Disse to ulike synsmåtene kommer til uttrykk i den nåværende todelingen av Norges Banks fordringer på utlandet, idet de inndeles i likvide «valutareserver» – som er ment å ivareta de tradisjonelle hensyn til intervensjoner og kursstyring – og «andre fordringer på utlandet», der det legges relativt større vekt på avkastning enn på likviditet.

For intervensjonsformål må reserveobjektene være likvide, det vil si at de må kunne realiseres relativt raskt og uten at verdien påvirkes vesentlig. De ulike plasseringsformer kan rangeres etter likviditetsgrad. For å komme fram til en anvendbar definisjon av *valutareserver* vil det være nødvendig å sette en nedre grense for den likviditetsgrad et objekt må ha for å regnes som reserveobjekt.

En må dessuten avgjøre om reservene skal regnes brutto eller om det skal gjøres fradrag for utlendingers fordringer på sentralbanken eller på andre innenlandske sektorer. For Norges vedkommende må en for eksempel vurdere betydningen av at en del av reservene er «lånte midler».

Videre må det avklares hvordan en eventuelt skal ta hensyn til landets internasjonale



kredittverdighet og eventuelle låneavtaler med internasjonale organisasjoner eller andre land. Det eksisterer med andre ord en rekke avgrensingsproblemer, slik at valutareserver ikke er noe entydig begrep.

Norges Banks definisjoner ble endret ved årsskiftet 1984/85. Summen av valutareserver og andre fordringer på utlandet utgjør «brutto fordringer på utlandet». Disse omfatter nå Norges Banks beholdninger av gull, kvoten og spesielle trekkrettigheter (SDR) i Det internasjonale valutafond (IMF) samt utenlandske bankinnskudd og verdipapirer. I brevet til Finansdepartementet av 4.12.85 gjør en nærmere rede for sammensetningen av valutaforordringene og oppdelingen i valutareserver og andre fordringer på utlandet. Tabell 2 viser hvordan valutaforordringene har vært fordelt på de ulike plasseringsformene. Bankinnskudd og verdipapirer utgjør hoveddelen av reservene, og andelen har vært økende.

Det kan være grunn til å understreke at de internasjonale reservene *ikke representerer kjøpekraft* i Norge. De utgjør derfor heller ikke en kilde som myndighetene kan nytte for å ekspandere offentlige utgifter innenlands. «Tildeling» av valuta til formål i Norge ville

resultere i omveksling til kroner for å betale utgiftene, såfremt det ikke ble importert direkte fra utlandet. Norges Bank ville i siste instans få valutaen tilbake, og måtte utlevere tilsvarende kronebeløp. I så måte ville en «tildeling» av valuta være parallelt med å føre en mer ekspansiv finans- og pengepolitikk.

Hvis et land har adgang til de internasjonale lånemarkeder, er det strengt tatt heller ikke nødvendig med offisielle valutabeholdninger for å kunne føre en mer ekspansiv etterspørselspolitikk, dersom situasjonen ellers skulle tilsi det. En annen sak er at en slik politikk ville kunne lede til underskudd på betalingsbalansen, noe som ville føre til at Norges Bank måtte intervensere ved salg av valuta mot kroner for å holde kronkursen stabil. Offisielle valutabeholdninger kan på denne måten bidra til å bedre mulighetene for å føre en aktiv etterspørselspolitikk. Dette drøftes nærmere i neste kapittel.

*Hvor store bør valutareservene være?*

*Noen prinsipielle betraktninger.* En drøfting av dette spørsmålet må ta utgangspunkt i

Tabell 2. Norges Banks brutto fordringer på utlandet<sup>1)</sup>.  
(Mill. NOK)

	1970		1975		1980		1985	
	NOK	%andel	NOK	%andel	NOK	%andel	NOK	%andel
Brutto fordringer på utlandet	6 658	100,0	13 332	100,0	32 907	100,0	111 998	100,0
Gull	167	2,5	235	1,8	285	0,8	285	0,3
Norges kvote i IMF	1 714	25,8	1 567	11,7	2 923	8,9	5 815	5,2
Spes. trekkrettigheter (SDR)	194	2,9	581	4,4	1 041	3,2	2 147	1,9
Bankinnskudd og verdipapirer	4 583	68,8	10 949	82,1	28 658	87,1	103 751 <sup>2)</sup>	92,6

<sup>1)</sup>Ved utgangen av året.

<sup>2)</sup>Inkluderer påløpne, ikke betalte renter.

hvilke oppgaver reservene har. Reservenes hovedoppgave har tradisjonelt vært å dekke midlertidige underskudd i et lands betalingsbalanse, slik at valutakursen holdes stabil. Behovet for reserver har altså nær sammenheng med valutakurspolitikken. Norges Banks valutaforordninger har de senere år også vært nyttet i den kortsiktige styringen av bankenes kronelikviditet ved hjelp av swapavtaler i kroner/valuta.

En tredje grunn til å holde offisielle internasjonale reserver kan være at det bidrar til tillit og kredittverdighet i de internasjonale finansmarkedene, og dermed gjør det lettere å finansiere mer varige betalingsunderskudd ved låneopptak. Dersom disse markedene hadde fungert friksjonsfritt, ville det i prinsippet ikke vært noe behov for offisielle valutareserver. Imperfeksjoner i markedene tilsier imidlertid at det er formålstjenlig med en reservebeholdning.

Vi skal i det følgende se nærmere på behovet for reserver for å dekke kortsiktige underskudd i betalingsbalansen, altså behovet ut fra kursstyringsformål. For å kunne intervensere i valutamarkedet – og holde kronkursen stabil – må Norges Bank ha en beholdning av valuta. Motivene for å holde reserver ut fra dette formålet kan systematiseres med utgangspunkt i betalingsbalansen:

*Rente- og stønadsbalansen* er i stor grad bestemt av tidligere handlinger og politiske vedtak. Den vil derfor tendere til å vise en stabil utvikling over tid, og vil således normalt ikke gi opphav til kortsiktige svingninger i betalingsbalansen.

Ut fra helt kortsiktige hensyn vil derfor Norges Bank ha behov for reserver for å kunne

- i) dekke tilfeldige underskudd i *handelsbalansen*, og
- ii) dekke midlertidig *netto kapitalutgang*.

i) og ii) representerer underskuddssituasjoner der utenriksøkonomien er i en form for langsiktig («fundamental») balanse.

Et «fundamentalt underskudd» i utenriksøkonomien må derimot møtes med en omlegging av den økonomiske politikken. En slik omlegging kan for eksempel omfatte etterspørseldempende og -vridende tiltak med sikte på å redusere et handelsunderskudd, eller renteheving – eventuelt kombinert med endringer i valutareguleringen – med sikte på å stimulere en netto kapitalinngang. Det vil imidlertid ta en viss tid, både å erkjenne at et «fundamentalt underskudd» har oppstått, å vurdere og fatte beslutninger om økonomisk-politiske tiltak og til sist, for tiltakene å virke. Av dette følger en tredje grunn til å holde reserver, nemlig å kunne

- iii) «kjøpe tid» i situasjoner med «fundamentalt underskudd» i den eksterne økonomien.

Det kan videre være ønskelig å utsette en eventuell omlegging av den økonomiske politikken. Dette kan for eksempel være aktuelt ved et fall i oljeprisene. En tilstramming av etterspørselen av hensyn til utenriksøkonomien kan, på kort sikt, komme i konflikt med målet om å opprettholde en høy sysselsetting. Videre vil det være usikkerhet knyttet til hvor varig et eventuelt oljeprisfall er, noe som også taler for å utsette en politikkomlegging.

Underskudd i utenriksøkonomien kan normalt finansieres ved låneopptak i utlandet. I en overgangsperiode – mens slike låneopptak arrangeres – vil en kunne trekke på Norges Banks valutareserver for å dekke underskuddene. Reservene reduserer således avhengigheten av konjunkturutviklingen internasjonalt.

En fjerde grunn til å holde reserver vil derfor være å

- iv) kunne føre en selvstendig økonomisk politikk.

Valutaresevne bør være større dess høyere sannsynligheten for et betalingsbalanseunderskudd er, og jo større slike underskudd kan forventes å være.

*Sannsynligheten* for underskudd vil avhenge av balansen i utenriksøkonomien i utgangspunktet, samt av variabiliteten i handels- og kapitalstrømmene. Dess større variabilitet, dess større mulighet er det for at underskudd vil oppstå. Variabiliteten i handelsstrømmene vil avhenge av hvordan eksporten og importen er fordelt på varer og land. Variabiliteten i kapitalbevegelsene påvirkes av hvor lett kapitalen kan flyttes inn og ut av landet, noe som i sin tur påvirkes av valutareguleringen og av hvor utviklet de finansielle markedene er.

*Størrelsen* på eventuelle underskudd vil tendere til å øke med økende omfang av handels- og kapitaltransaksjonene. Reservebehovet ut fra hensynet til å «kjøpe tid» vil være større dess lengre tid det tar å fatte beslutninger om økonomisk-politiske tiltak og for disse å virke. Og desto større ambisjoner Norge har om å føre en uavhengig økonomisk politikk, desto større bør Norges Banks internasjonale reserver være.

Som en sammenfatning kan en si at Norges Banks behov for internasjonale reserver vil øke

- når variabiliteten i handels- og kapitalstrømmene øker,
- når størrelsen på disse strømmene øker,
- jo lengre tid det tar å fatte beslutninger om økonomisk-politiske tiltak og for disse å virke, og
- jo mer uavhengig økonomisk politikk Norge ønsker å føre.

*Kvantitative mål på «reservebehov».* Den vanligste tilnæringsmåten for å vurdere reservebehovet er å ta utgangspunkt i en eller flere variable som antas å indikere noe om behovet. Mest vanlig – også i Norge – har det vært å sette reservene i forhold til *importen*. Dette forholdstallet – importdekningen – anses tradisjonelt å fokusere på reservenes rolle i de løpende betalinger overfor utlandet. Importdekningen gir uttrykk for mulighetene til å opprettholde importen ved eksportbortfall. Økt import tilsier økt reservebehov. En tradisjonell vurdering går ut på at dekning av

3 måneders vareimport representerer en rimelig nedre grense for reservene<sup>1)</sup>.

Økt *variabilitet i utenriksøkonomien* tilsier også økt reservebehov. Ettersom det er eventuelle underskudd i den samlede betalingsbalansen som vil medføre press mot kronkursen, vil det være relevant å se på variabiliteten i både handels- og kapitalstrømmene. Blant annet som følge av usikkerheten knyttet til petroleumseksporten, har en i Norge fokusert på variabiliteten i eksportinntektene.

Et underskudd på betalingsbalansen kan utløse devalueringsforventninger og dermed bidra til en spekulativ kapitalutgang som forsterker kurspresset. Det er svært vanskelig å forutsi hvor stor en slik kapitalutgang kan bli. Historiske erfaringer kan gi en viss indikasjon. Under kurvsystemet har kronen vært utsatt for betydelig spekulativt press ved én anledning. Dette var i forbindelse med devalueringen av den svenske kronen høsten 1982, da det var forventet at også den norske kronen ville bli devaluert. Norges Bank intervenerte da ved å kjøpe kroner mot dollar for vel 8 milliarder kroner i løpet av fjorten dager. Dette tyder på at Norges Banks reserver må ha et slikt omfang at en innenfor en måned kan intervenere for 15–20 milliarder kroner. For å sikre at markedet har tillit til at Norges Bank kan holde en gitt kronkurs må reservene være betydelig større enn dette.

En betydelig del av de kortsiktige kapitalbevegelsene inn og ut av Norge er knyttet til forskyvninger i betalingene for eksport og import («leads and lags»). Økt utenrikshandel betyr økt potensiale for kortsiktig kapitalutgang ved at eksportører utsetter omveksling av inntektene eller importører fremskynder sine betalinger. Importen kan derfor også tolkes som indikator på potensialet for kortsiktig kapitalutgang. (Alternativt kunne en sett på eksporten, men på noe sikt vil eksport og import være av samme størrelsesorden.)

Ettersom andre forhold enn importen påvirker reservebehovet, bør en se på flere indikatorer når en skal vurdere reservenes «til-

<sup>1)</sup>«Reserve Aims of Fund Members» (IMF-dokument DM/77/101).



strekkelighet». Publikums finansielle balanser kan gi en indikasjon på deres muligheter til å omplassere fra krone- til valutafordringer, og dermed på potensialet for spekulativ kapitalutgang i situasjoner med valutatauro.

Ut fra en slik tankegang kan *pengemengden* (publikums likviditet) nyttes som indikator på potensialet for kapitalutgang. Penge­mengden er i tillegg en indikator på de midler som publikum raskt kan nytte til real­etterspørsel, også import. Økt pengemengde medfører derfor en økning i reservebehovet.

Tilbakebetaling av utenlandsgjeld representerer kapitalutgang. Endringer i renter og valutakurser, og forventninger om dette, kan dessuten føre til at gjeldshavere forserer ned­betaling av sin utenlandsgjeld eller at de foretar andre omdisponeringer. *Brutto utenlands­gjeld* kan derfor, ut fra en tilsvarende tanke­gang som pengemengden, tolkes som en indi­kator for potensialet for kapitalutgang.

Figur 3 viser utviklingen i Norges Banks reserver sett i forhold til hver av indikatorene ovenfor<sup>1)</sup>. Det generelle inntrykket er at det har vært en sterk bedring i Norges reserve­situasjon i 1980-årene, etter at situasjonen ble noe forverret gjennom 1970-årene.

Det må understrekes at andre relevante for­hold enn de som inngår i figur 3 kan ha endret seg.

Blant annet må nedbyggingen av valuta­reguleringen antas å ha gjort det enklere å flytte kapital inn og ut av Norge, slik at kapi­talemobiliteten har økt og potensialet for spe­kulative kapitalbevegelser er blitt større. Dette er et viktig moment, som trekker i ret­ning av at indikatorene undervurderer re­servebehovet i 1980-årene. Det er imidlertid vanskelig å kvantifisere betydningen av dette.

Videre har den generelle utviklingen i de internasjonale finansmarkedene også bidratt til å øke kapitalmobiliteten og dermed reser­vebehovet. Denne utviklingen må på den andre siden antas å ha gjort det enklere å

finansiere betalingsbalanseunderskudd ved hjelp av låneopptak, noe som bidrar til å redu­ser behovet for å holde reserver. Nettovirk­ningen av utviklingen i de internasjonale finansmarkedene er derfor ubestemt.

Til slutt kan økte konjunkturelle svingnin­ger i verdensøkonomien ha bidratt til sterkere ønske om å føre en økonomisk politikk uav­hengig av omverdenen, og således økt reserve­behovet.

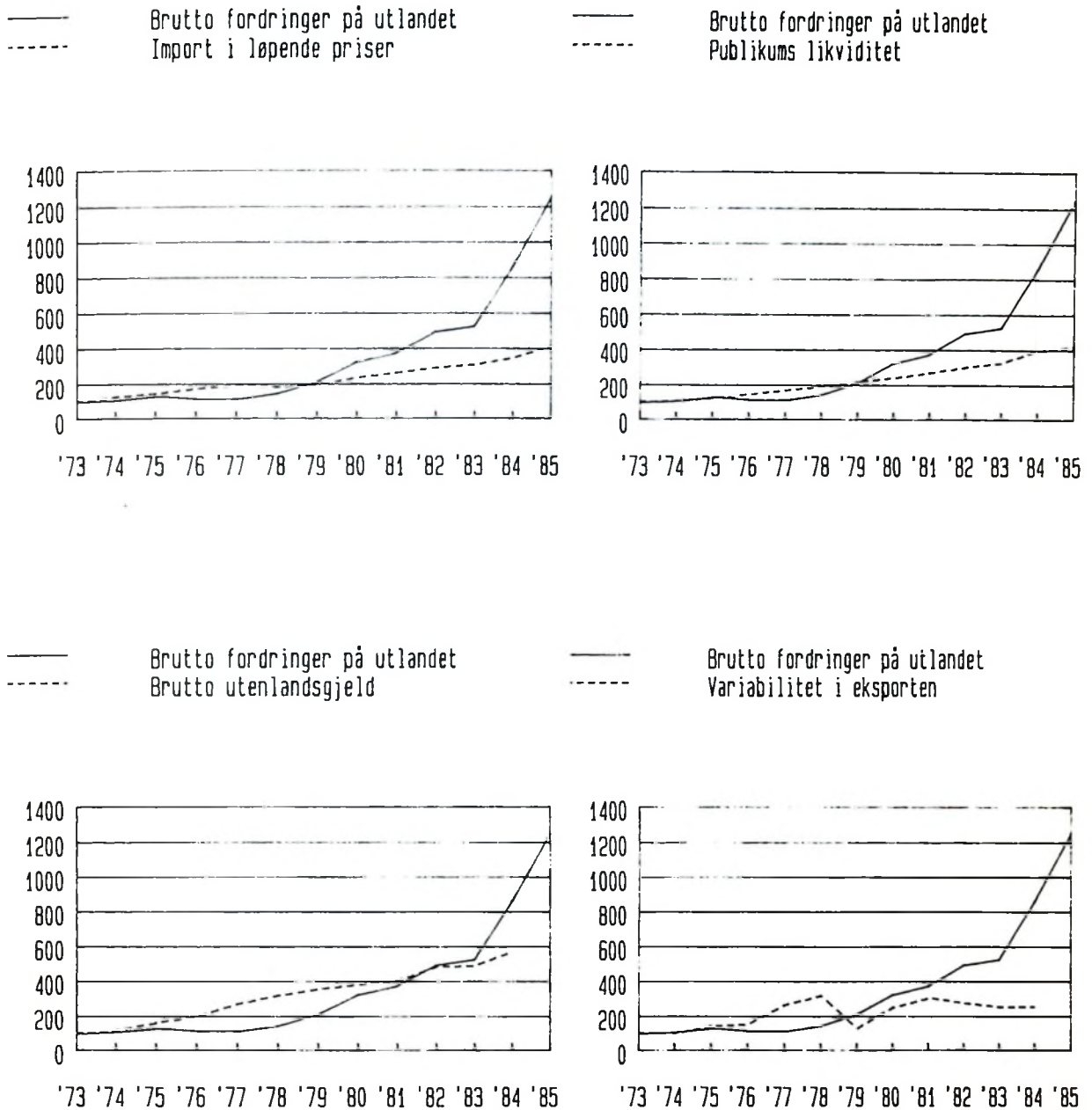
Indikatorene i figur 3 gir et bilde av hvordan reservesituasjonen har utviklet seg for Norge i årene etter 1973. Men de kan ikke alene si noe om hvorvidt reservene i en eller annen for­stand har ligget på et optimalt nivå i denne perioden. Det *optimale nivået* for et lands internasjonale reserver er i prinsippet bestemt ved en avveining mellom behovet for reser­ver, som er behandlet foran, og de kostnader som er forbundet med å holde reserver.

Kostnadene ved å holde internasjonale reserver må vurderes ut fra den avkastning en alternativt kunne få av midlene, for eksempel ved å investere i realkapital. Et uttrykk for reservekostnadene kan derfor være differan­sen mellom faktisk avkastning på reservene og en langsiktig rentesats, forutsatt at denne rentesatsen gjenspeiler investeringenes sam­funnsøkonomiske avkastning. For et land med adgang til de internasjonale kapitalmar­kedene kan differansen mellom avkastning på reservene og lånerenten i disse markedene gi et uttrykk for reservekostnadene. I tillegg vil selve administreringen av reservene med­føre visse kostnader, men disse vil normalt være relativt små.

I salderingsproposisjonen for 1985 ble mål­tallet for «valutareserver» satt til 4 måne­ders import og en tilsvarende andel av rente­ og stønadsunderskuddet, basert på utenriks­regnskapet. I prinsippet skulle et slikt måltall være basert på en vurdering av mulighetene for driftsunderskudd og spekulativ kapitalut­gang og den handlefrihet en ønsker i den øko­nomiske politikken. Måltallet svarer til 68 milliarder kroner ved inngangen til 1986.

<sup>1)</sup>Variabiliteten i eksporten er målt som trendjustert månedlig variabilitet i eksportverdien regnet i NOK. Variabiliteten er trendjustert fordi en er interessert i kortsiktige svingninger.

Fig. 3. Norges Banks fordringer på utlandet og indikatorer på «reservebehov» (Indekser 1973=100)



### Litteratur

Black, S.W. (1985): «International Money and International Monetary Arrangements» i Jones, R.W./Kenen, P.B; *Handbook of International Economics, vol. II.*

Frenkel, J.A. (1983): «International Liquidity and Monetary Control» i IMF; *International Money and Credit: The Policy Roles.*

Grubel, H.G. (1971): «The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Litterature» i *Journal of Economic Literature Vol. 9 Dec. 1971.*

# Sesongjustering i arbeidet med konjunkturanalyse

Kjell G. Bleivik, konsulent, og Jan F. Qvigstad, ass. direktør, i Utrednings- og statistikkavdelingen<sup>1)</sup>

I arbeidet med konjunkturanalyser er sesongjustering et fruktbart hjelpemiddel. Det er imidlertid flere måter å foreta justering på. Den meget utbredte X11-metoden, som Norges Bank anvender ved hjelp av dataspråket TROLL, gir mulighet for både multiplikativ og additiv justering. En kan også velge å ta hensyn til antall virkedager pr. måned og andre forhold. Multiplikativ justering vil ofte bli foretrukket, men utviklingen i arbeidsledighetstallene de siste årene viste at egenskapene denne varianten har, ikke alltid er gode. Sammenligning av ulike metoder på en del dataserier gir ikke grunnlag for å si at én metode er den riktige. Når en kommer med utsagn, kan det være nyttig å ta i betraktning resultatene ved flere metoder i tillegg til hovedvarianten en har valgt.

## Innledning

I konjunkturanalysen ønsker man å få et riktigst mulig bilde av den underliggende tendensen i sentrale økonomiske tidsserier. For å få et slikt bilde, er det blant annet nødvendig å justere de faktiske tallene for sesongmessige utslag som en vet inntreffer med regelmessighet. Eksempler på slike sesongutslag er fallende industriproduksjon i sommermånedene på grunn av ferieavvikling, stigende arbeidsledighet om vinteren på grunn av værforholdene og økende seddelomløp ved årets utgang på grunn av julehandelen.

En enkel og intuitiv måte å justere for sesongvariasjoner på er å betrakte endringen fra samme periode ett år tidligere. Denne metoden har imidlertid minst tre svakheter.

For det første forutsettes det implisitt at sesongmønsteret ikke endres fra ett år til det neste. Sesongutslaget forutsettes å være konstant. Dersom sesongmønsteret bare endres sakte over tiden, er riktignok ikke denne innvendingen så alvorlig.

Alvorligere er det imidlertid å sammenligne slik fra ett år til det neste dersom observasjonen det ene året er sterkt influert av tilfeldige begivenheter, for eksempel en streik. Sesongjusterte tall gir derimot grunn-

lag for å sammenligne en måned med flere andre måneder, for eksempel den nærmest foregående.

For det tredje vil metoden ofte medføre at man tidfester konjunkturrelle vendepunkter senere enn om man benytter en mer avansert sesongjusteringsmetode, som X11-metoden. La oss tenke oss en kvartalsvis aktivitet med en utvikling slik regneeksemplet i tabell 1 angir.

Tabell 1. Et regneeksempel

År	1983		1984		
	IV	I	II	III	IV
Original tidsserie	100	101	103	97	101
Sesongjust. tidsserie	98	102	101	100	99

De sesongjusterte tallene kan tyde på at vedkommende serie nådde en topp i første kvartal i 1984. Deretter har veksten vært negativ. Ved å bruke den enkle metoden med å se på vekstraten i den ujusterte serien fra fjerde kvartal i 1983 til fjerde kvartal i 1984, vil man imidlertid slutte at vekstraten i fjerde kvartal fremdeles er positiv (1%).

Der finnes ikke én alment akseptert sesongjusteringsmetode. En rekke metoder med ulike egenskaper er tilgjengelige. I Nor-

1) Vi vil takke for bidrag fra Harald Bohn og Arild Lund



ges Bank og i en rekke andre institusjoner har man i flere år benyttet den såkalte X11-metoden, utviklet ved US Bureau of The Census. X11-metoden er tilgjengelig i dataspråket TROLL, som brukes blant annet i Norges Bank, Statistisk Sentralbyrå og Finansdepartementet.

Vi vil i denne artikkelen gå nærmere inn på en del av de valgmuligheter som finnes i TROLL ved bruk av X11-metoden:

- Additiv eller multiplikativ sesongjustering
- X11 ARIMA
- Justering for virkedager og ekstremverdier
- Bruk av faste (for eksempel beregnet for ett år av gangen) kontra løpende justerte sesongfaktorer

#### *Additiv eller multiplikativ sesongjustering?*

X11-metoden gir mulighet for både multiplikativ og additiv sesongjustering. Ved additiv justering legges sesongdifferansen til eller trekkes fra den faktiske observasjonen. Ved multiplikativ justering multipliseres den faktiske observasjonen med sesongfaktoren. En additiv modell innebærer at sesongkomponenten er uavhengig av nivået på selve tidsserien, mens en multiplikativ modell innebærer at sesongkomponenten er proporsjonal med nivået. Dersom sesongmønsteret er multiplikativt, betyr det at vi skal finne større sesongutslag ved et høyt enn ved et lavt nivå.

Intuitivt virker det rimelig å forvente at når nivået stiger, så vil sesongutslaget øke tilsvarende (proporsjonalt). Anta for eksempel at en bedrift produserte 2 000 tonn aluminium i gjennomsnitt pr. måned i 1970, men at det i juli dette året bare ble produsert 1 000 tonn på grunn av ferieavvikling. Ti år senere har bedriften femdoblet produksjonen til 10 000 tonn i gjennomsnitt pr. måned. Det virker da rimelig å forvente at produksjonen i juli 1980 skulle bli 5 000 tonn (multiplikativ sesong) og ikke 9 000 tonn (additiv sesong).

Institusjonelle, politiske og andre forhold kan imidlertid bryte et multiplikativt sesong-

mønster. En del av sesongvariasjonene i arbeidsledigheten kan eksempelvis skyldes været. Ledigheten er blant annet spesielt stor i vintermånedene på grunn av lavere bygge- og anleggsaktivitet. Sysselsettingen i bygge- og anleggsvirksomheten har ikke økt, og intuitivt skulle en derfor tro at antall sesongledige i vintermånedene i bygge- og anleggsganene skulle være det samme – selv om samlet ledighet øker. Dette taler for additiv sesongjustering. Nå kan det imidlertid være sesongledighet også innen andre fag, hvor nivået på sysselsettingen har økt. I så fall kan det være argumenter for en multiplikativ sesongjustering innen disse bransjene. Arbeidsledigheten totalt vil da ha en blanding av et additivt og et multiplikativt sesongmønster.

Som et kompliserende element kommer det også inn at ledighetstallene er sterkt påvirket av omfanget av sysselsettingstiltak. Tiltakene kan «forstyrre» sesongmønsteret slik at det endrer seg over tid.

En svakhet ved den multiplikative metoden er at gjennomsnittet/årssummen av de sesongjusterte tallene ikke nødvendigvis er lik gjennomsnittet/årssummen av de ujusterte tallene. En risikerer derfor å bomme noe på nivået for serien. Den additive metoden har pr. definisjon tilfredsstillende egenskaper i så måte i og med at summen av sesongdifferansene er lik null.

I Norges Bank justerte man tidligere tallene for registrerte arbeidsledige multiplikativt. Man har imidlertid gått over til en additiv sesongjustering. I de øvrige tidsseriene har man valgt å sesongjustere med den multiplikative metoden ut fra den oppfatning at størrelsen på sesongutslaget varierer proporsjonalt med nivået på serien.

#### *Andre valg en må ta når en skal sesongjustere tidsserier*

*Løpende beregning av sesongfaktoren.* X11-metoden beregner sesongfaktorer for hele den tidsperiode vi har observasjoner for. Når vi får en observasjon til, vil det påvirke

sesongfaktorene også for tidligere observasjoner. Det sesongjusterte tallet vil da endre seg litt hver gang dataserien får nye observasjoner. Stadige revisjoner av historiske (sesongjusterte) tall kan imidlertid virke forvirrende. For i noen grad å unngå dette, har vi i Norges Bank ved inngangen til hvert år valgt å beregne faste sesongfaktorer for hele året.

*Ekstremverdier og virkedager.* Hittil har Norges Bank ikke justert for virkedager og/eller ekstreme observasjoner. X11-metoden gir muligheter til å justere for dette dersom en ønsker det.

*X11 ARIMA.* Anta at en står ved inngangen til 1985 og skal lage sesongfaktorer for dette året. Det første en gjør er å beregne de historiske sesongfaktorer. La oss anta at faktoren for januar de to foregående årene får følgende verdier:

1983	1984
10	15

I X11-metoden blir da sesongfaktoren for januar 1985 satt lik sesongfaktoren for januar 1984 (15) pluss den halve differansen mellom sesongfaktoren for januar 1984 og 1983  $(15-10)/2 = 2\frac{1}{2}$ , dvs. sesongfaktoren blir  $15 + 2\frac{1}{2} = 17\frac{1}{2}$ .

Et alternativ til en slik mekanisk fremskrivning av sesongfaktorene er å foreta en mekanisk fremskrivning av selve den originale tidsserien, for så å beregne sesongfaktorene i denne nye konstruerte tidsserien. Det er dette som gjøres i X11-ARIMA-metoden. ARIMA er betegnelsen på en metode for å forlenge tidsserier. En foretar så vanlig X11 sesongjustering på denne forlengede serien. Det er ikke a priori gitt om en mekanisk forlengelse av sesongfaktorene eller en mekanisk forlengelse av selve tidsserien gir de «beste» sesongfaktorene. Men X11-ARIMA har etter hvert blitt benyttet av flere institusjoner,

blant annet Statistisk Sentralbyrå i Canada, US Federal Reserve Board og US Bureau of Labour Statistics.

### *Testing av de ulike metoder*

I dette avsnittet skal vi se nærmere på fire tidsserier av sentral betydning i norsk økonomi. Følgende serier inngår:

- Registrerte arbeidsledige
- Indeks for total industriproduksjon
- Igangsatte boliger, antall
- Pengemengden ( $M_2$ )

Tidsserien for igangsatte boliger starter i januar 1970. De andre seriene starter i januar 1960. Beregningene av sesongfaktorene er basert på tall til og med desember 1984. Vi har tatt utgangspunkt i Norges Banks eksisterende sesongjusteringsmetode. Vi har så testet hvordan følgende forhold påvirker sesongjusteringene:

- Additiv og multiplikativ metode
- X11 ARIMA
- Løpende oppdatering
- Justering for virkedagseffekter og ekstremverdier

Tabell 2 viser resultatet av de ulike former sesongjustering på serien antall registrerte ledige. Som en ser, gir ARIMA-prognosen vesentlig høyere tall enn de faktisk realiserte. Dette er naturlig, da denne metoden jo baserer seg på en forlengelse av tidsserien fra et nivå som var vesentlig høyere enn de siste måneders tall. Mer interessant er det at de *sesongfaktorene* som er beregnet på grunnlag av ARIMA-prognosen, gir rimelige sesongjusterte tall.

For øvrig er det verdt å merke seg at det stort sett er relativt liten forskjell på de ulike sesongjusteringsmetodene, spesielt for de siste månedene. De viser alle en klar nedgang i ledigheten den siste tiden.

Tabell 2. Registrerte arbeidsledige totalt. 1985

	Jan.	Feb.	Mars	Apr.	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Des.
Ikke sesongjustert:												
Original tidsserie	70703	67836	61423	55843	46505	46108	50236	53603	43143	40693	38652	...
ARIMA prognose	71827	68564	66271	65900	57842	59334	63729	73719	66527	67785	70638	82086
Sesongjustert:												
Additiv												
(nåværende metode)	60864	61447	58522	54812	52414	52937	54688	51017	47631	44784	41272	...
Multiplikativ	54983	58239	56583	54442	54047	56844	59242	52302	47778	44841	40681	...
X-11 ARIMA	60810	61705	58841	54813	53501	52353	53634	49418	47118	45312	41853	...
Løpende oppdatert sesongfaktor	60403	60988	58232	55527	53275	52654	53766	49818	47266	45173	42459	...
Korrigert for virkedager og ekstremverdier	60348	62323	58860	54618	52300	52719	54403	50898	47551	45196	40762	...

Generelt gjelder at sesongjustering av arbeidsløsheten er spesielt usikker av to grunner. Det betydelige omfanget av arbeidsmarkedstiltak, som er innrettet slik at de svinger i takt med arbeidsledigheten, vil helt klart påvirke sesongmønsteret. Sesongprofilen på arbeidsmarkedstiltakene var slik at sesongutslagene på ledigheten absolutt sett forble de samme, selv om nivået ble tredoblet. Den multiplikative metoden, som sesongjusterer proporsjonalt med nivået på serien, ga da helt meningsløse resultater. Det fremgår av tabellen at den multiplikative metoden fortsatt gir en del merkelig store utslag (f.eks. februar), men på grunn av nedgangen i ledigheten blir det stadig mindre forskjell på resultatene. For serier der en vet spesielle forhold påvirker sesongmønsteret, er det derfor god grunn

til å benytte flere ulike metoder ved sesongjustering.

I tabell 3, indeksen for total industriproduksjon, er det et par ting som er verdt å merke seg. For juni gir metoden med justering for virkedager og ekstremverdier et vesentlig lavere tall enn de andre metodene. Forklaringen på det er trolig pinsen, som enten faller i mai eller juni. I 1985 falt pinsen i mai, slik at antall virkedager i juni ble større enn vanlig. Virkedagsjustering innebærer at en får tatt hensyn til dette, mens de andre metodene ikke gjør det, og dermed viser en kraftig økning fra mai til juni.

Videre gir den additive metoden et vesentlig lavere jultall enn de andre metodene. Den intuitive forklaringen på det er følgende: Jultallet (ujustert) var vesentlig høyere enn

Tabell 3. Indeks for total industriproduksjon. 1985

	Jan.	Feb.	Mars	Apr.	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Des.
Ikke sesongjustert:												
Original tidsserie	101,8	109,5	110,5	91,6	97,7	115,7	61,1	107,1	113,6	116,1	...	...
ARIMA prognose	103,8	109,9	110,4	90,3	96,5	112,3	57,4	105,2	113,4	113,1	116,3	93,1
Sesongjustert:												
Additiv	99,5	101,0	101,2	102,5	102,7	106,1	104,0	103,9	102,2	105,8	...	...
Multiplikativ												
(nåværende metode)	99,4	100,6	100,8	102,9	104,2	105,9	108,3	103,7	101,7	104,9	...	...
X-11 ARIMA	99,5	100,9	101,8	102,8	103,6	104,0	108,4	104,1	102,5	104,9	...	...
Løpende oppdatert sesongfaktor	99,7	101,5	101,6	102,8	104,4	103,5	108,0	103,9	102,1	104,4	...	...
Korrigert for virkedager og ekstremverdier	99,6	101,1	101,3	103,3	103,8	102,7	108,7	103,9	102,5	104,9	...	...



Tabell 4. Igangsatte boliger, antall. 1985

	Jan.	Feb.	Mars	Apr.	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Des.
Ikke sesongjustert:												
Original tidsserie	1396	1094	1471	1556	2541	3162	2424	3117	2616	2554	...	...
ARIMA prognose	814	922	1156	1539	2448	2654	1915	3000	2547	2469	2117	1663
Sesongjustert:												
Additiv	2665	2060	2329	1868	2015	2454	2229	2163	2004	2120	...	...
Multiplikativ												
(nåværende metode)	2466	1776	2162	1780	2115	2491	2255	2296	2117	2196	...	...
X-11 ARIMA	2212	2018	2321	1813	2103	2417	2375	2191	2080	2167	...	...
Løpende oppdatert												
sesongfaktor	2155	1928	2224	1890	2134	2384	2161	2228	2164	2248	...	...
Korrigert												
for virkedager												
og ekstremverdier	2086	1801	2184	1749	2082	2500	2401	2294	2130	2152	...	...

julitallene pleier å være, trolig på grunn av spesiell ferieavvikling. Den additive sesongjusteringen gir den samme absolutte oppjustering som tidligere, mens den multiplikative metoden multipliserer opp det ujusterte tallet med den samme faktoren som tidligere. Når det ujusterte tallet er høyere enn vanlig, blir det sesongjusterte tallet etter den multiplikative metoden vesentlig høyere enn det additivt justerte tallet.

I tabell 4, antall igangsatte boliger, legger en merke til at den additive og den multiplikative metoden gir to ulike forløp. Helt fram til april ligger den additive konsekvent over den multiplikative, i månedene etter er det omvendt. Den intuitive forklaringen er analog med (men omvendt av) tilfellet med industriproduksjonen i juli. Nivået på igangsettin-

gen er nå nemlig lavere enn nivået var i mesteparten av den perioden sesongfaktorene ble beregnet.

Tabell 5 viser tall for pengemengden. ARIMA-prognosen avspeiler kun den historiske utvikling i pengemengdetallene. Det er ikke urimelig at prognoser laget på slikt grunnlag kan avvike betydelig fra de tall som viser seg å bli realisert.

Det er verdt å merke seg at den additivt sesongjusterte serien i de fleste måneder antar verdier som ligger mellom de realiserte tall og den multiplikativt justerte serien.

Justering for virkedager er neppe særlig relevant for pengemengden. Derimot kan det være av interesse å justere for ekstremverdier, uten at det er lett a priori å anslå hvordan dette vil slå ut.

Tabell 5. Pengemengden ( $M_2$ ). 1985

	Jan.	Feb.	Mars	Apr.	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Des.
Ikke sesongjustert:												
Original tidsserie	274199	274143	276324	271786	270648	279319	285936	287213	291083	...	...	...
ARIMA prognose	277610	279162	278977	278724	276755	285772	290469	290034	298414	302249	300719	320397
Sesongjustert:												
Additiv	269577	271105	274832	273072	275179	279734	285408	289507	291371	...	...	...
Multiplikativ												
(nåværende metode)	267901	270180	274559	273666	276958	279988	285417	290407	291166	...	...	...
X-11 ARIMA	267185	269881	273694	273147	277210	280282	286077	291426	292223	...	...	...
Løpende oppdatert												
sesongfaktor	267216	269410	273825	273673	277209	280727	285899	290886	292455	...	...	...
Korrigert												
for virkedager												
og ekstremverdier	266997	270430	274479	273691	276894	279914	285560	290636	291908	...	...	...

### *Avslutning*

Det er ikke én sesongjusteringsmetode som er den riktige. I ettertid kan en riktignok si at én metode ga mer stabile sesongfaktorer enn en annen, men et viktig formål med å sesongjustere tidsserier er tidlig å blinke ut vendepunkter. Hva som er vendepunktene, er imidlertid i seg selv ikke gitt. På forhånd er det

selvfølgelig enda vanskeligere å si hva som er den «riktige» metoden.

De sesongjusterte tidsseriene som Norges Bank offentliggjør, er stort sett justert med den multiplikative metoden uten justering for virkedager og ekstremverdier. Men når vi kommer med utsagn, skjeler vi også til hva de andre sesongjusteringsmetodene gir.

# Ny organisasjonsstruktur i Norges Bank

*Einar Magnussen, direktør i Administrasjonsavdelingen i Norges Bank*

*Samtidig som Norges Bank det siste året har fått ny ledelse og nytt lovgrunnlag for sin virksomhet, samt arbeidet med forberedelser for innflyttingen i det mye omtalte nybygget, er det utført en omfattende gjennomgang av bankens organisasjon. Etter nærmere 30 år med bare mindre organisasjonsendringer var det et påtrengende behov for omstrukturering med sikte på best mulig å kunne løse bankens oppgaver i en tid der det er skjedd store endringer i finansmarkedenes funksjonsmåte og i måten kreditt- og valutapolitikken utøves. Fra årsskiftet 1985/86 er bankens Hovedkontor – tidligere Hovedsetet – inndelt i seks avdelinger og et hovedstyresekretariat, samt produksjonsbedriftene i Oslo og på Kongsberg. Det mest iøynefallende ved det nye er at en har brutt med det organisatoriske skillet mellom nasjonale og internasjonale saker/valutaforhold, slik at inndelingen i avdelinger nå er foretatt etter funksjoner, som for eksempel økonomisk rådgivning, markedsintervensjoner og regulerings- og kontrolloppgaver.*

Det er en utbredt erfaring at de fleste mennesker ser med skepsis på endringer i sine omgivelser. Ofte er det derfor nødvendig med sterk ytre påvirkning før det lar seg gjøre å forandre organisasjoner. Det er her frikonkurransemodellen har sitt pré – man *må* forbedre seg for å overleve.

Sentralbanker har hittil ikke vært særlig utsatt for konkurranse, og har kunnet pleie sine tradisjoner i en nokså beskyttet og uforanderlig tilværelse. Dette har også fått sette sitt preg på Norges Bank opp gjennom årene.

## *Bakgrunn*

Den gamle organisasjonsstruktur ble i hovedtrekkene utarbeidet og fastlagt for 25–30 år siden, etter at Erik Brofoss hadde tiltrådt som bankens leder. Siden den gang har det skjedd omfattende endringer i hvordan kreditt- og valutamarkedene fungerer, hvordan politikken på disse områdene utøves og i hvilke krav som stilles til empirisk underbygging av våre tilrådinger. Store forandringer har det også vært i finansmarkedsstruktur og betalingssystemer, i samar-

beids- og kommunikasjonsforholdene i bedrifter og i næringslivet, i den mediamessige åpenhet, i de kontortekniske muligheter og i størrelse og sammensetning av bankens personale.

Selv om det har vært foretatt enkelte justeringer i organisasjonsstrukturen over årene, må den i hovedsak sies å ha vært utpreget statisk. Et annet karakteristisk trekk ved banken er at den har vært sterkt sentralisert i sine beslutningsprosesser. Dessuten har det vært en ulempe at den voksende staben ved Hovedkontoret er blitt spredd på et stadig større antall separate bygninger.

Koordinerings- og styringsproblemene var voksende og beslutningsprosessene var blitt for tungroddede, noe som virket i retning av å redusere bankens utviklings- og tilpasningsdyktighet. Disse forholdene bidro igjen til å svekke bankens innflytelse.

## *Ønske om endringer*

I 1984 tok Hermod Skånland, som da var bankens nestleder, initiativ til å få opprettet en intern prosjektorganisasjon, som i samarbeid



med eksterne konsulenter skulle klarlegge bankens situasjon og utviklingsbehov, og utarbeide forslag til forandringer.

Det var viktige grunner for at man akkurat da fant tiden moden for en grundig gjennomgang av Norges Banks organisasjon. Blant annet ville banken få ny sentralbanksjef våren 1985 samt et nytt lovmessig grunnlag for sin virksomhet. Dessuten vil i juni 1986 virksomheten ved Hovedkontoret flyttes fra åtte forskjellige bygninger og inn i ett nytt, tidsmessig bygg. Økte krav til service og ressursøkonomisering innenfor offentlig service tilsa også en revurdering av bankens organisasjonsmessige oppbygging. De viktigste grunner lå imidlertid i at det er foregått så markerte endringer i hvordan finansmarkedene fungerer og i hvordan kreditt- og valutapolitikken utøves, at det nå var nødvendig med en opprustning av bankens organisasjon for å kunne møte nye utfordringer.

Gjennom en rekke intervjuer, både i og utenfor banken, konstaterte konsulenter fra firmaet McKinsey at det hersket en utbredt oppfatning om at:

- Norges Bank ikke hadde en klar nok målsetting for sin virksomhet
- bankens kultur ikke ga god nok oppfordring til initiativ og resultater
- banken ikke hadde god nok kontakt med viktige samfunnsgrupper
- banken derfor ikke resultatmessig levde opp til sine muligheter.

Samtidig mente de å kunne konstatere

- at personer i samfunnsmessig viktige posisjoner så et behov for en *styrket* sentralbank, og
- at den nye lov om Norges Bank ga rom for en utvidet rolle og innflytelse, bare mulighetene ble utnyttet.

### *Den nye organisasjonen*

Målsettingen for det prosjektarbeid som ble satt i gang i 1984 var:

- å forbedre kunnskapsgrunnlaget for og resultatene av bankens rådgivning og utøvende virksomhet vedrørende valutapolitikken, forvaltningen av landets valutareserver og oppgaver banken har på områder som gjelder finansmarkedsstruktur og betalingssystemer
- å øke effektiviteten innenfor betalingsmiddelforsyningen og for tjenester som Norges Bank yter det offentlige og finansinstitusjonene
- å gjøre egenadministrasjonen mer effektiv og tidsmessig, blant annet ved bedre personalplanlegging og introduksjon av ny teknologi.

Utarbeidelsen av forslagene til ny organisasjonsplan skjedde ved en bred deltakelse fra stabens side i en rekke prosjektgrupper og ved støtte fra flere eksterne konsulentfirma. Arbeidet, som startet høsten 1984, ble fullført i løpet av det påfølgende året. Den 4. desember 1985 vedtok bankens Hovedstyre den nye organisasjonsplanen, og den ble satt i verk umiddelbart over årsskiftet 1985/86.

Omleggingen tar ikke sikte på umiddelbare endringer i stabens størrelse. På viktige områder vil ekspertise og kapasitet bli bygget ut, mens samlet personale samtidig vil kunne reduseres noe som følge av effektiviseringstiltak og utvidet bruk av teknologi. Dette vil skje ved naturlig avgang og streng behovsvurdering ved ekstern rekruttering, og vil derfor måtte ta noe tid.

De organisasjonsmessige endringer er størst i de enheter som har tilknytning til penge-, kreditt- og valutapolitikken, da hovedhensikten har vært å styrke Norges Banks evne til å operere i penge- og valutamarkedene og til å kunne gi myndighetene godt underbygd og konsistente råd.

Mest iøynefallende er bruddet med det tradisjonelle organisatoriske skillet mellom intern penge- og kredittpolitikk og internasjonal økonomi og valutapolitikk. Med den vidt drevne integrering av den nasjonale økonomi i verdensøkonomien har hensiktsmessigheten av et slikt skille forlenget overlevd seg selv. I den nye organisasjonsplanen foretas således avdelingsinndelingene etter funksjoner — ikke etter om transaksjoner uttrykkes i kroner eller i utenlandsk valuta.

Etter den nye organisasjonsplanen får Hovedkontoret seks avdelinger, nevnt i alfabetisk rekkefølge:

- Administrasjonsavdelingen, ledet av direktør Einar Magnussen
- Bankavdelingen, ledet av direktør Ragnhild Lagerløv
- Finansmarkedsavdelingen, ledet av direktør Jon A. Solheim
- Markedsoperasjonsavdelingen, ledet av direktør Arne Lie
- Utrednings- og statistikkavdelingen, ledet av direktør Jarle Bergo
- Økonomisk avdeling, ledet av direktør John Tvedt

samt et eget hovedstyresekretariat, ledet av direktør Viking Mestad. Dessuten vil Norges Banks Seddeltrykkeri og Den Kongelige Mynt bli innplassert på samme måte som avdelingene ved Hovedkontoret.

Organiseringen av *Økonomisk avdeling* — som vil ha til oppgave å gi råd om økonomisk politikk og virkemiddelbruk på hele vårt ansvarsområde — vil muliggjøre en bedre koordinert og faglig sterkere innsats med det formål (1) å øke bankens innflytelse og (2) øke vår egen effektivitet i utøvelsen av kreditt- og valutapolitikken. Ansvar for internasjonale relasjoner er også lagt til denne avdelingen.

Organiseringen av *Markedsoperasjonsavdelingen* og den styrking av vår markedsinnsikt som der er planlagt, vil gi oss muligheter for, gjennom koordinert innsats i de forskjellige markedene, å oppnå bedre samlet styring på likviditet, valutakurs og rentenivå i en periode hvor reguleringer i økende grad avløses av markedspåvirkning.

Sammenføringen av de forskjellige regulerings- og kontrollfunksjoner på kreditt- og valutasiden og viktige deler av bankens bedriftsøkonomiske ekspertise i *Finansmarkedsavdelingen*, samtidig som denne bygges ut med ekspertise på finansmarkedet og betalingssystemene, bør kunne gi vesentlig effektivisering i utførelsen av bankens oppgaver på disse områdene. Her vil også ansvaret for kontakt med Kreditt-tilsynet i hovedsak bli plassert, noe som bør bidra til å effektivisere dette samarbeidet.

Forsknings-, utrednings- og statistikkoppgaver vil bli konsentrert i *Utrednings- og statistikkavdelingen*. Sammen med en betydelig styrking av forskningsinnsatsen, særlig når det gjelder penge- og valutateoretiske spørsmål, og bedring av innsikten i hvordan finansmarkeder og betalingssystemer fungerer, bør dette på sikt kunne gi vesentlige bidrag til et bedre kunnskapsgrunnlag i bankens policy-avdelinger.

En omorganisering og styrking av saksbehandlerkapasiteten i *Bankavdelingen* vil kunne gi viktige bidrag til en bedre koordinering og effektivisering på det banktekniske område, særlig når det gjelder produksjon og distribusjon av sedler og mynt, som er en særdeles ressurskrevende virksomhet i Norges Bank. Dette er spørsmål som det nå arbeides videre med i en gjennomgang av distriktsavdelingenes og produksjonsbedriftenes struktur og organisasjon.

Omorganiseringen av *Administrasjonsavdelingen*, med utskillelse av et eget hovedstyresekretariat (med juridisk kontor), opprettelsen av fire seksjoner med vel avgrensede hovedansvarsområder, hver under ledelse av en fagdirektør, og en stabsenhet for koordinering, planlegging og budsjettstyring, er ment å

bidra til økt effektivisering og bedret service-nivå på de tjenester som Administrasjonavdelingen leverer til banken forøvrig. De fire hovedansvarsområdene er fordelt på Informasjonsseksjonen, Forvaltningsseksjonen, Personalseksjonen og Teknologiseksjonen. Egne prosjektgrupper har utarbeidet omfattende forslag til forbedringer av bankens personalplanlegging og utnytting av ny teknologi. Ansvar for å forberede gjennomføringen av disse forslagene er lagt til ledelsen for de to siste seksjonene.

Når omleggingen er gjennomført håper vi at vi også bedre kan leve opp til sentralbank-sjefens oppsummering av hovedmålene for Norges Banks måte å fungere på:

- ta *initiativ* til forbedringer og fremskritt innenfor hele bankens virkefelt
- søke *delaktighet* i nær og åpen kontakt med alle våre samarbeidspartnere
- vise *effektivitet* i vårt utadrettede arbeid så vel som vår interne forvaltning.



## Norges Banks nye hovedstyre og representantskap

*Den nye loven om Norges Bank innebar at hva som tidligere var betegnet som Direksjonen, ble kalt Hovedstyre. Samtidig ble Hovedstyrets stilling som styringsorgan styrket, idet Representantskapet ble gjort til et kontroll- og budsjettorgan, mens det tidligere også hadde administrative funksjoner. Antall medlemmer i Hovedstyret er noe høyere enn i den tidligere Direksjon, og de ansatte har fått løvfestet representasjon ved behandling av administrative saker. Loven, med bestemmelsene om bankens ledende organer, er for øvrig gjengitt i Penger og Kreditt nr. 2, 1985.*

### *Hovedstyret*

Hovedstyrets medlemmer ble oppnevnt i statsråd 15. november 1985 (sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen var allerede oppnevnt tidligere). Hovedstyret har følgende sammensetning:

*Hermod Skånland* er som sentralbanksjef Hovedstyrets leder, og er oppnevnt for en periode av seks år fra 1. april 1985. Han er født i 1925 og bosatt i Oslo. Han er cand.oecon. fra 1951, og arbeidet i Statistisk Sentralbyrå fra 1949 til han i 1952 ble ansatt i Finansdepartementet – fra 1960 som ekspedisjonssjef. Skånland ble i 1971 oppnevnt som nestformann i Norges Banks direksjon. Han har del-

tatt i og ledet en rekke utredningsarbeider og har flere nasjonale og internasjonale verv.

*Kjell Storvik* er som visesentralbanksjef Hovedstyrets nestleder. Han er oppnevnt for en periode av seks år fra 1. juni 1985. Storvik er født i 1930 og er bosatt i Oslo. Han er cand.oecon. fra 1957. Han har tidligere vært ansatt i Norsk Arbeidsgiverforening fra 1958 til 1961 og i Norges Rederiforbund fra 1961 til 1981, i tiden 1977 til 1981 som viseadministrerende direktør. I perioden 1981 til 1985 var han statssekretær i Finansdepartementet. Storvik er ellers leder av det nyoppnevnte merverdiavgiftsutvalget og norsk medlem i Nordisk finansielt utvalg. Han er medlem av Kredittilsynets styre.



*Norges Banks hovedstyre: Fra venstre funksjonærrepresentantene Alf Otto Moslet og Jan Syversen, videre Finn T. Isaksen, Arnulf Ingebrigtsen, Juul Bjerke, Hermod Skånland, Kjell Storvik og Per Høybråten. (Kari Gjesteby var ikke til stede da bildet ble tatt).*

*Juul Bjerke* er leder for Økonomisk avdeling i Landsorganisasjonen i Norge. Han er oppnevnt som medlem av Hovedstyret for fire år. Bjerke er født i 1928 og er bosatt i Oslo. Han er cand.oecon. fra 1954, og arbeidet i Statistisk Sentralbyrå fra 1955 til han i 1983 ble ansatt i Landsorganisasjonen. På det tidspunkt var han avdelingsdirektør i Statistisk Sentralbyrå. I perioden 1971–1972 var han statssekretær i Finansdepartementet. Han har vært formann i Norsk garantiinstitutt for skip og borefartøyer, og han har sittet som medlem av rikslønnsnemda. Bjerke har siden 1983 vært medlem av det tekniske beregningsutvalg for inntektsoppgjørene. Han har vært medlem i Norges Banks direksjon fra 1978.

*Kari Gjesteby* er stedfortredende generalsekretær i Nordisk Ministerråds sekretariat i Oslo. Hun er oppnevnt som medlem av Hovedstyret for en periode av to år. Gjesteby er født i 1947 og er bosatt i Oslo. Hun er siviløkonom fra Norges Handelshøyskole i 1970 og har vært statssekretær i Kirke- og undervisningsdepartementet fra 1976 til 1978 og i Finansdepartementet fra 1979 til 1981. Fra februar til oktober 1981 var hun handelsminister. Gjesteby har vært medlem av blant annet forsikringsavtalelovutvalget og trygdefinansieringsutvalget, og har også sittet som medlem i Oslo bystyre. Hun er styremedlem i Oslo Bolig og Sparelag fra 1985. Hun ble oppnevnt som varamedlem til Norges Banks direksjon i 1981.

*Per Høybråten* er byveterinær i Oslo. Han er oppnevnt som medlem av Hovedstyret for to år. Høybråten er født i 1932 og er bosatt i Oslo. Han ble cand.med.vet. 1956. Han var torgdirektør i Oslo i 1974–75. Høybråten har hatt og har en rekke offentlige og andre verv, hvorav kan nevnes: medlem Oslo bystyre 1967–1987, kommunalråd for bolig- og miljøpolitikk 1980–1983, medlem av Oslo formannskap 1976–1987, medlem av Kristelig Folkepartis landsstyre siden 1971, formann i Oslo Kristelig Folkeparti 1981–1983, første vararepresentant for Kristelig Folke-

parti i Oslo til Stortinget 1973–1977, statssekretær i Sosialdepartementet 1968–1971 og ved statsministerens kontor 1972–1973. Fra 1984 var Høybråten medlem av Norges Banks representanskap, til han ble oppnevnt som medlem av bankens hovedstyre i 1985.

*Arnulf Ingebrigtsen* er direktør i Norges Industriforbund. Han er født i 1942 og bosatt i Bærum. Ingebrigtsen er oppnevnt som medlem av Hovedstyret for en periode av fire år. Han var statssekretær i Industridepartementet i tiden 1981–1984 og i Finansdepartementet i 1985. Han ble valgt som medlem av Norges Banks direksjon i 1984.

*Finn T. Isaksen* er administrerende direktør i Norges Kjøtt og Fleskesentral. Han er født i 1924 og bosatt i Oppegård. Han er oppnevnt som medlem av Hovedstyret for fire år. Isaksen har eksamen fra Norges Landbrukshøyskole i 1950, hadde i 1951 videre studier i USA, og har bl.a. vært forsker ved Norges landbruksøkonomiske institutt. Isaksen har flere verv, hvorav kan nevnes styremedlem i Kongsberg Våpenfabrikk, Statoil og Frionor Produkter. Han er leder i bedriftsforsamlingen i Årdal og Sunndal Verk. Fra 1983 til 1985 var han landsbruksminister.

Varamedlemmene til Hovedstyret møter ved forfall i den rekkefølge de er oppnevnt:

1. *Kari Thu* er oppnevnt som varamedlem for fire år. Hun er ordfører i Stavanger.
2. *Tove Strand Gerhardsen* er oppnevnt som varamedlem for to år. Hun er avdelingsdirektør ved Rikshospitalet i Oslo.
3. *Siri Pettersen Strandenes* er oppnevnt som varamedlem for to år. Hun er forsker ved Norges Handelshøyskole.
4. *Torstein Moland* er oppnevnt som varamedlem for fire år. Han er sekretariatleder for Arbeiderpartiets stortingsgruppe.

5. *Aud Inger Aure* er oppnevnt som varamedlem for fire år. Hun er driftsleder i et økonomisk rådgivningsfirma i Kristiansund.

De ansatte er representert ved Hovedstyrets behandling av administrative saker ved formann Jan Syversen, Oslo og skillemyntkasserer Alf Otto Moslet, Trondheim. Vararepresentanter er førstefullmektig Karin Holm Johansen, Oslo, og førstefullmektig Berit Haugland, Oslo.

#### *Representantskapet*

Norges Banks representantskap består av 15 stortingsoppnevnte medlemmer. Stortinget foretar også valget av leder og nestleder. Det nye representantskapet, med personlige varamedlemmer, ble oppnevnt 16. desember 1985, og har følgende sammensetning:

Medlemmer oppnevnt for tidsrommet 1.1.1986 til 31.12.1987:

Direktør *Kristian Asdahl*, Bærum, leder. (Varam.: direktør *Magne Skudal*, Åsestranda.)

Avdelingsdirektør *Sverre Frogner*, Oslo, nestleder. (Varam.: kontorfullmektig *Gunvor Arntzen*, Kongsvinger.)

Universitetslektor *Hilde Bojer*, Oslo. (Varam.: forsker *Ådne Cappelen*, Oslo.)

Ingeniør *Frithjof Espeseth*, Ålesund. (Varam.: kommunalråd *Inger-Margrethe Presterud*, Bergen.)

Elektroinstallatør *Sverre Helland*, Lindås. (Varam.: sekretær *Ingunn Rongved*, Osterøy.)

Husmor *Margot Henden*, Gloppen. (Varam.: *Margrethe Tennfjord*, Vatne.)

Disponent *Håkon Kyllingmark*, Svolvær. (Varam.: eiendomsbestyrer *Milly Frost*, Malvik.)

Gårdbruker *Karsten Mortensen*, Straumsbukta. (Varam.: verkstedarbeider *Gunnar Ekeberg*.)

Medlemmer oppnevnt for tidsrommet 1.1.1986 til 31.12.1989:

Cand.oecon. *Berit Bettum*, Sandefjord. (Varam.: forretningsdrivende *Klemet O. Hætta*, Kautokeino.)

Inspektør *Alf Derås*, Namsos. (Varam.: sekretær *Johnny Røed*, Molde.)

Undervisningsleder *Odd Henning Grønmo*, Bodø. (Varam.: butikkfunksjonær *Dagny Øyen*, Florø.)

Rektor *Geirmund Ihle*, Haugesund. (Varam.: kontorfullmektig *Aslaug Eriksen*, Båtsfjord.)

Kontorfullmektig *Nanny Rist*, Bodø. (Varam.: sekretær *Berit Hultman*, Kristiansand S.)

Adjunkt *Liv Marit Tokle*, Hamar. (Varam.: stasjonsmester *Knut Haugland*, Neslandsvatn.)



## Noregs Banks rekneskap for 1985\*

Årsrekneskapen for Noregs Bank vart fastsett av representantskapet i møte 13. februar 1986. Årsresultatet før kursreguleringar og ekstraordinære inntekter var på 3 462 mill. kroner i 1985 mot 4 307 mill. kroner i 1984. Stendig vekst i valutabehaldningane gav ein auke i renteinntektene i utlandet med 2 486 mill. kroner til 7 940 mill. kroner i 1985. Når årsresultatet før kursreguleringar og ekstraordinære inntekter likevel er lågare enn i 1984, har det i hovudsak samanheng med auke i rentebetalningane til statskassa. Innskot frå statskassa i Noregs Bank var i 1985 mykje høgare enn i 1984, og rentegodtgjerdsla til staten gjekk opp frå 2 372 til 5 346 mill. kroner.

Driftskostnadane auka med 3,5% til 479 mill. kroner i 1985. Investeringsane i Noregs Banks nybygg blir ikkje ført til utgift over omkostningskonto, men går over ein avsetjingskonto. I 1985 vart det utbetalt til saman 675 mill. kroner.

Frå 1985 er føringsmåten for nokre postar i Noregs Bank rekneskap lagt om. Finansinntektene er periodiserte, og opptente, ikkje forfalne renter er bokførte i 1985 som ekstraordinære inntekter med til saman 3 363 mill. kroner. Som ein konsekvens av den nye lova om Noregs Bank er dei fleste av banken sine fond og avsetjingar frå tidligare år ført tilbake som ekstraordinær inntekt med til saman 628 mill. kroner.

Medan Noregs Bank i åra 1980-84 hadde ein stor kursvinst på valuta, gav særleg nedgangen i dollarkursen eit kurstap i 1985 på 9 771 mill. kroner. På den andre sida har kursregulering på verdepapir utanom valutakursendringar gitt en kursvinst på 1 392 mill.

kroner. Netto kurstap i året utgjorde såleis 8 379 mill. kroner.

Etter kursreguleringar og ekstraordinære inntekter viser årsresultatet eit underskot på 925 mill. kroner.

Noregs Banks netto tilgodehavande i utlandet utgjorde 108,3 milliardar kroner. Dette er ein auke frå året før på 24,6 milliardar kroner. Behaldningane er plasserte i stats- og statsgaranterte verdepapir, i verdepapir som er utferda av internasjonale institusjonar der Noregs Bank er medlem, og av EF-institusjonar, eller som innskot o.a. i internasjonalt velrenommerte bankar. I tillegg kjem bankens netto uteståande i Det internasjonale valutafond. Ut frå eit ynskje om å spreie kursrisikoen har Noregs Bank dei siste åra redusert dollarandelen av valutabehaldningane, medan den delen som er plassert i vesteuropeiske valutaslag og japanske yen har auka tilsvarande. I samsvar med nye retningslinjer for plassering av Noregs Banks valutabehaldningar har det i 1985 skjedd ei forskyving av plasseringane frå kortsiktige til langsiktige investeringar i papir som er mindre likvide, men gir høgare avkastning.

Setlar i omløp auka med 10% til 25 686 mill. kroner i 1985. Overgang til 10-kronemynt førte med seg ein auke i myntomløpet på 27,3% til 1 510 mill. kroner.

Ved Kgl. res. av 7. februar 1986 er det gitt reglar for disponeringa av overskotet i Noregs Bank. Desse følgjer i prinsippet dei reglane som tidlegare har vore avtalte mellom Finansdepartementet og Noregs Bank. Av overskotet i banken får kursreguleringsfondet tilførsel til det er nådd opp i 20% av aktivapostar som er nærare spesifiserte, og som ber i seg ein kursrisiko. Overskot ut over dette blir

\*Eit meir omfattande oversyn over rekneskapen blir trykt i Noregs Banks årsmelding

tilført eit overføringsfond. Staten får kvart år ein tredel av dette fondet.

Som ein følge av overskot i tidlegare år får statskassa overført frå overføringsfondet 578 mill. kroner. Dessutan får staten 2 500 mill. kroner i samsvar med tidlegare vedtak i repre-

sentantskapet. Samla overføring blir etter dette 3 078 mill. kroner.

Pr. 31.12.85 utgjorde kursreguleringsfondet 21 603 mill. kroner, eller 16,7% av dei postane fondet skal sikre.

## Nye arbeidsnotater fra Norges Bank

*Norges Banks arbeidsnotater inneholder forskningsarbeider og utredninger som ikke nødvendigvis har fått sin endelige form, og utgis blant annet for at forfatteren kan motta kommentarer fra kolleger og andre interesserte. Det er ingen ordinær abonnementsordning for heftene, men eksemplarer kan fås ved henvendelse til Norges Banks bibliotek, Bankplassen 2. Postadresse: Biblioteket, Norges Bank, Postboks 336 Sentrum, 0101 Oslo 1.*

*Michael Hoel: «Sammenheng mellom lønn og investeringer belyst ved enkle makromodeller». Arbeidsnotat 1985/6. 58 sider. ISBN 82-90130-26-0*

I tillegg til å ha direkte virkninger på sysselsettingen, kan en lønnsendring påvirke investeringene, noe som kan ha virkninger for sysselsettingen både på kort og lang sikt. Det vises innenfor rammen av enkle makromodeller for lukkede og åpne økonomier at økt nominell lønn vil gi lavere investering, produksjon og sysselsetting på kort sikt. Sysselsettingsvirkningen på lang sikt er mer usikker. Spesielt er det ikke mulig å si noe entydig om sysselsettingsvirkningen av økt lønn er sterkere eller svakere på lang sikt enn på kort sikt. Det såkalte Le Chatelier prinsippet i partielle analyser lar seg altså ikke uten videre generalisere til makroøkonomiske analyser.

*Ragnar Nymo: «Lønnsdannelse i industrien – en teoretisk forhandlingsmodell og empiriske lønnsrelasjoner». Arbeidsnotat 1986/1. 61 sider. ISBN 82-90130-27-9*

Det stilles i dette notatet opp en teoretisk modell hvor lønna fastlegges ved forhandlinger mellom representanter for arbeidskjøper- og lønnstakersiden. Denne modellen er utgangspunkt for tallfesting og testing av en relasjon for norske industriarbeiderlønnene. Den empiriske analysen gjennomføres med årsdata. Notatet inneholder også drøfting av muligheten for å utnytte en lønnsrelasjon estimert på årsdata, innenfor den simultane kvartalsmodellen RIKMOD, som er under utvikling i Norges Bank.



# Forvaltningen av Norges Banks tilgodehavender overfor utlandet

*Norges Bank sendte 4. desember 1985 brev til Finansdepartementet om forvaltningen av bankens tilgodehavender overfor utlandet. Brevet gjengis nedenfor.*

I Finansdepartementets brev av 5.11.1985 er Norges Bank blitt bedt om å gi en vurdering av de forhold som bør tillegges vekt ved forvaltningen av Norges Banks valutareserver og andre fordringer på utlandet, og særlig redegjøre for den politikk banken finner riktig å føre når det gjelder fordelingen av plasseringene på valutaslag.

Norges Banks plasseringspolitikk er nå basert på de generelle og prinsipielle synsmåter som regjeringen har gitt uttrykk for om dette spørsmål i Nasjonalbudsjettet for 1985 og i Salderingsproposisjonen for statsbudsjettet for dette året. På dette grunnlag gav Norges Banks direksjon den 11.1.1985 retningslinjer for forvaltning av Norges Banks tilgodehavender i utlandet, som departementet er kjent med. En ordning med valutainnskudd i norske valutabanker er senere blitt iverksatt, jf. rundskriv nr. 6/31. januar 1985 og nr. 20/30. september 1985. De samlede innskudd etter denne ordning utgjorde pr. 15. november 1985 USD 364 millioner og CHF 2 millioner, eller til sammen ca. 2,9 milliarder kroner. De regnes ikke med i den definisjon av «internasjonale reserver» som er lagt til grunn av Valutafondet i internasjonal statistikk.

De sentrale strategiske beslutninger som treffes i forbindelse med forvaltningen av Norges Banks valutabeholdninger, baserer seg på krav til sikkerhet, likviditet og avkastning. Med sikkerhet menes å unngå risiko for mislighold fra debitors side; likviditet betyr at vi raskt kan disponere fordringene uten at verdien påvirkes nevneverdig, mens avkastningen omfatter både en effektiv renteinntekt og en kursregulering (tap eller vinning) i tilknytning til verdiansettelsen av beholdningene til aktuelle valutakurser. Forholdet mellom disse krav kan være motstri-

dende og vil variere over tid, avhengig av hvordan reservenivået sett i forhold til behovet blir vurdert og hvilke målsettinger vi har for plasseringspolitikken.

## *Sikkerhet*

Ved vurdering av sikkerhet legger Norges Bank vekt på debitors mulighet til å betale tilbake sine fordringer ved forfall. Sikkerheten deles inn i

- landrisiko; det vil si risikoen for at et lands myndigheter legger begrensninger på debitors mulighet til å tilbakebetale sin gjeld ved forfall (valutarestriksjoner) eller at landet ikke har valutareserver til å dekke gjeldsforfall,
- debitorrisiko; det vil si risikoen for at debitor ikke innfrir sine forpliktelser.

For å minimalisere landrisikoen er det i de ovennevnte retningslinjer fastlagt at valutabeholdningen bare kan plasseres i land som er medlem av OECD og i internasjonale institusjoner der Norge er medlem, samt EF-institusjoner. Av hensyn til debitorrisikoen kan investeringene bare foretas i stats- og statsgaranterte verdipapirer, i verdipapirer utstedt av statseide institusjoner, samt som innskudd og Certificates of Deposits i internasjonalt anerkjente banker. Kreditorrisikoen blir løpende vurdert.

Fordelingen av valutabeholdningene på fordringsart er over tiden blitt betydelig endret, slik det fremgår av oversikten nedenfor (mill. kroner):

	31.12.75		31.12.80		29.11.85	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Gull	235	1,9	285	0,9	285	0,3
Verdipapirer	2 695	21,5	9 977	31,9	67 684	64,3
Bankinnskudd	8 254	66,1	18 681	59,6	32 761	31,1
Fordringer på IMF	1 311	10,5	2 372	7,6	4 538	4,3
	12 495	100	31 315	100	105 268	100

Det vil fremgå at det har funnet sted en sterk forskyvning, særlig etter 1980, fra bankinnskudd til verdipapirer.

Den sterke ekspansjon i de internasjonale verdipapirmarkeder med sikre debitorer har gitt fordelaktige plasseringsmuligheter, samtidig som en på bakgrunn av den internasjonale gjeldssituasjon, der bankene står utsatt, har ønsket å redusere andelen som er plassert som bankinnskudd.

### Likviditetsgrad

Kravet til likviditet må sees i sammenheng med beholdningenes størrelse, usikkerhetsfaktorer i Norges utenriksøkonomi, samt strukturen på de internasjonale kapitalmarkeder. Med den nåværende størrelsen på valuta-beholdningene og slik utviklingen kan vurderes for den nærmeste tid, har Norges Bank renonsert noe på kravet til likviditet for å oppnå høyere avkastning. Dette kommer til uttrykk i den tekniske oppdeling av beholdningene på «valutareserver» og «andre fordringer på utlandet».

En del av valutareservene skal alltid stå i beredskap for å dekke behovet for intervensjoner i valutamarkedet som ledd i valutapolitikken og den innenlandske likviditetsregulering. Disse reservene må derfor ha høy likviditetsgrad. Når Norges Bank selger valuta for å påvirke kronekursen, skjer dette alltid i amerikanske dollar. Der er derfor behov for å ha et betydelig beløp i denne valuta for intervensjonsformål. Retningslinjene for plassering av valutabeholdningene tar hensyn til dette, og Norges Banks kontor i New York har til

enhver tid minst USD 2 milliarder plassert i lett omsettelige (likvide) fordringer. Norges Bank kjøper også andre valutaer ved intervensjoner. Salg av slike for samme formål vil i praksis bare skje i samråd med vedkommende lands sentralbank.

Selv om de internasjonale kapitalmarkeder i løpet av de siste 10–15 år har blitt langt mer sammensatt med hensyn til investeringsalternativer, er fortsatt det amerikanske kapitalmarkedet viktigst. Markedets bredde og dybde gjør at man til enhver tid kan omsette store beløp i annenhåndsmarkedet uten at prisene blir påvirket, slik at investorene har gode muligheter til raskt å endre sin porteføljesammensetning.

Disse muligheter er fortsatt begrenset på de europeiske og japanske penge- og kapitalmarkeder. Dette skyldes særlig at myndighetene i enkelte reserveland ikke har vært interessert i utviklingen av internasjonale plasseringsmarkeder i deres valutaer. Utviklingen går imidlertid i retning av et bredere utvalg av investeringsalternativer, særlig i tyske mark og japanske yen. Med den omlegning av organisasjon og arbeidsmåte som Norges Bank for tiden iverksetter, vil en i økende omfang ta i bruk avanserte dataprogrammer og tidsmessig datautstyr for en optimal utnyttelse av det store utvalg av investeringsobjekter som markedene tilbyr.

### Avkastning

Omregnet til norske kroner består avkastningen på Norges Banks valutabeholdninger av to hovedelementer:

- (i) *effektiv renteinntekt*, tilsvarende pålydende rente justert for investeringens (verdipapirets) anskaffelsespris og salgpris (ved innløsning eller regnskapsavslutning),
- (ii) *valutakursregulering*, tilsvarende omvurderinger som følge av kursendringer på de valutaer plasseringene lyder på.

Renteinntekten inngår i beregningen av Norges Banks driftsresultat og i driftsregnskapet overfor utlandet. Valutakursreguleringen er et resultat av en omvurdering av verdiansettelsen på Norges Banks statusposter overfor utlandet. I Norges Banks balanseoppstilling foretas nå denne omvurdering kontinuerlig.

Distinksjonen mellom (i) og (ii) får ingen betydning for overføringer til statskassen.

Investeringer i verdipapirer vil medføre at porteføljen er utsatt for en prisrisiko. Endring i prisen på et verdipapir kan komme som følge av endrede etterspørsels- og tilbudsforhold i kredittmarkedet (rentenivåendringer), eller fordi markedet til forskjellige tider vurderer et verdipapir som mer eller mindre godt. Som et eksempel på det siste kan nevnes at forskjellen mellom avkastningen på Bankers Acceptance og Treasury Bills (tre måneders løpetid) i perioden 1979–83 svingte mellom 3,25 % og 0,07 % i New York-markedet.

I dagens kapitalmarkeder med sterkt fluktuierende renter, er det viktig å vite hva eventuelle renteendringer vil bety for prisrisikoen forbundet med plasseringene. Vanligvis vil avkastningskurven være stigende, det vil si at renten øker med løpetiden. Dette vil imidlertid ikke alltid være tilfelle. I gitte situasjoner, for eksempel ved forventninger om fall i rentenivået, kan kortsiktige plasseringer gi høyere avkastning enn langsiktige. Valget mellom kortsiktige og langsiktige papirer vil

da bero på ens egne markedsvurderinger. Det er på forhånd umulig å vite om ens egne forventninger er bedre enn markedets. En sentralbank har imidlertid den fordel fremfor det øvrige marked at den som regel er mindre presset til å foreta disposisjoner ut fra likviditetshensyn.

Det reelle økonomiske innhold av en valutakursregulering vil avhenge av om en kursgevinst (-tap) er et resultat av en kursjustering for kronen, eller et resultat av kursforskyvninger mellom de ulike valutaslag. I det første tilfellet vil kursjusteringen motsvares av en prisendring i utenrikshandelen, slik at realverdien av beholdningen i det vesentlige er uendret, mens endringer i relative kurser kan påvirke beholdningenes realverdi.

Dersom en ville gjøre risikoen for kurstap (og muligheten for kursfortjeneste) på valuta-beholdningen minst mulig regnet i norske kroner, kunne en teoretisk tenke seg at en søkte en sammensetning som mest mulig svarte til hvordan vår valutakurv er sammensatt. Denne inneholder imidlertid en rekke valutaer der det bare er begrensede plasseringsmuligheter, særlig når rimelige krav til likviditet samtidig skal være tilfredsstillt. Det har likevel vært mulig gjennom de siste år å redusere kursrisikoen ved å fordele beholdningene på flere valutaslag. Dette fremgår av oversikten nedenfor, der sammensetningen er gitt i norske kroner etter løpende kurser og med prosentfordeling.

*Valutabeholdninger fordelt på valutaslag, løpende kurser. Mill. kroner.*

	31.12.75		31.12.80		31.12.83		29.11.85	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
USD	9475	70,0	24004	75,4	36900	71,2	58225	55,3
DEM	1374	10,2	4680	14,7	6969	13,5	23627	22,4
NLG	129	1,0	221	0,7	740	1,4	2777	2,6
CHF	4	0	13	0	256	0,5	2658	2,5
JPY	0	0	254	0,8	425	0,8	7253	6,9
GBP							4215	4,0
SDR	2312	17,1	2385	7,5	6231	12,0	4704	4,5
ECU							1524	1,5
Gull	235	1,7	285	0,9	285	0,6	285	0,3
Sum	13529	100	31842	100	51806	100	105268	100



Samlet avkastning av valutabeholdningene vil avhenge både av renteavkastning og valutakursregulering. Som hovedregel gir svake valutaer en høyere renteavkastning enn sterke valutaer: (Den sterke stigning i USD fra 1980 og inn i 1985 samtidig med at rentenivået var forholdsvis høyt representerer for så vidt et unntak.) Men også andre forhold kan ha varig innflytelse på rentenivået. Således vil en skattemessig lempelig behandling av renteutgifter (som i USA og Norge) trekke rentenivået for vedkommende valuta systematisk oppover.

Et skifte fra en valuta til en annen like før den første faller, kan gi en høy kursgevinst kombinert med god avkastning, men i praksis vil en ikke kjenne tidspunktet for slike kursendringer. Hvis der er en almen forventning til et kursfall, vil dette gi utslag i renteavkastningen. Muligheten for fortjeneste vil derfor være bestemt av i hvilken grad en lykkes i å bedømme utviklingen i markedet bedre enn markedet forøvrig. Økonomiske modeller som har vært utarbeidet av Valutafondet og internasjonale forskningsinstitusjoner har gitt liten veiledning for å bedømme fremtidig kursutvikling, til tross for det omfattende empiriske og teoretiske arbeid som har vært lagt ned i dem.

Dersom sentralbankene generelt ville forsøke å øke sine kursgevinster ved omveksling av valuta, måtte kursfluktuasjonene ventes å øke vesentlig. Når de fleste sentralbanker, og særlig de vestlige, holder en nokså stabil sammensetning av sin valutabeholdning, skyldes det ikke minst at både internasjonal økonomi og de enkelte lands næringsliv er best tjent med en rimelig grad av stabilitet i valutamarkedene.

Også Norges Bank har holdt sammensetningen av valutabeholdningene noenlunde stabil over lengre tidsrom. Dette har ikke vært til hinder for at en fra tid til annen har foretatt en vurdering av valutasammensetningen ut fra mer langsiktige synspunkter. Dette ble således gjort i begynnelsen av 1984 og i mer begrenset utstrekning i oktober 1985. I begge tilfeller medførte nyvurderingen en reduksjon

av den andel som var plassert i USD og en tilsvarende økning i andre valutaer som etter hvert også bød på større plasseringsmuligheter.

Ser en årene 1980–85 under ett, har en hatt betydelige kursgevinster, slik det fremgår av oversikten nedenfor, der tallet for 1985 omfatter de ti første måneder (mill. kroner). Kurstapet inneværende år skyldes kursnedgangen for amerikanske dollar. Med den dominerende stilling dollar inntar som internasjonal reservevaluta, vil andre sentralbanker ha hatt et tilsvarende kurstap.

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Valutakursgevinst i alt	880	2651	7928	2969	8166	-9066
Herav som følge av endringer i kronkursen	+134	-1389	+2873	-960	+3051	-
Annen kursgevinst (valutakursendringer for fremmede valutaslag)	746	4040	5055	3929	5115	-9066

Ut fra hva det her er gjort rede for, vil Norges Bank inntil videre legge til grunn følgende retningslinjer for forvaltningen av våre valutabeholdninger.

- (i) Valutabeholdningene inndeles i en valutareserve og i andre fordringer på utlandet. Valutareserven består av likvide plasseringer. Andre fordringer på utlandet består av plasseringer hvor det legges større vekt på avkastningen enn på likviditetsgraden, men hvor det stilles samme krav til sikkerhet.
- (ii) Reserven og andre fordringer på utlandet skal være investert i land som er medlemmer av OECD og i fordringer på internasjonale institusjoner og internasjonale banker som er lokalisert innenfor dette området.

- (iii) Valutareserven skal utgjøre 4 måneders import av varer og tjenester og en tilsvarende andel av underskuddet på rente- og stønadsbalansen. Minst USD 2 milliarder av reservene skal bestå av investeringer i det amerikanske kapitalmarked i lett omsettelige finansobjekter. Valutareserven utover dette kan plasseres i verdipapirer med gjenværende løpetid opp til 5 år og i bankinnskudd på inntil 12 måneder.
- (iv) Beholdninger utover valutareserven i henhold til punkt (iii) skal være plassert som «andre fordringer på utlandet». Foruten verdipapirer som nevnt foran, kan fordringene omfatte verdipapirer med løpetid utover 5 år utstedt av stat eller med statsgaranti, av statlige foretak eller institusjoner med tilsvarende sikkerhet, av internasjonale institusjoner eller av førsteklasses banker. De kan være utstedt som andeler av syndikerte lån og som børs- eller ikke-børsnoterte obligasjonslån.
- (v) Ved sammensetningen av valutabeholdningen etter valutaslag vil det bli lagt vekt på følgende forhold:
  - En fordeling på flere valutaslag vil redusere valutarisikoen som følge av internasjonale valutakurssvingninger, men samtidig også redusere mulighetene for kursfortjeneste.
  - Kravene til *likviditet* for den del av valutareservene som det kan være behov for å benytte i intervensjonsammenheng, tilsier at plasseringer i det amerikanske pengemarked får en stor andel av valutareserver.
  - Den nominelle renteavkastning kan systematisk avvike i forskjellige penge- og kapitalmarkeder, f.eks. som følge av ulik skattemessig behandling av renteinntekter og -utgifter. Dette trekker i retning av forholdsvis høy avkastning på amerikanske dollar.
  - En sentralbank har et medansvar for ordnede forhold i de internasjonale valutamarkeder. Dette tilsier at Norges Bank ikke på kort sikt foretar betydelige omvekslinger for å oppnå kortsiktige valutagevinster, men er ikke til hinder for endringer i valutasammensetningen over noen tid når forholdene tilsier det.
- (vi) Retningslinjer for forvaltning av valutabeholdningene vil bli drøftet med Finansdepartementet minst én gang årlig.

NORGES BANK

Hermod Skånland

Arne Lie

# Utredning om ny børslov (NOU 1985:33).

## Norges Banks uttalelse

*Nedenfor gjengis Norges Banks uttalelse om børslovutredningen, sendt til Finansdepartementet 22. januar 1986*

### 1. Innledning

Det vises til Finansdepartementets brev av 21. november 1985, der Norges Bank blir bedt om å uttale seg om Børslovutvalgets utredning og utkast fra Oslo Børs til nytt børsreglement.

Norges Bank har ut fra sine oppgaver som sentralbank og den liberaliseringsprosess som har funnet sted i kredittmarkedet — ikke minst i penge- og verdipapirmarkedet — en økende interesse for at markedsoperasjoner og statens opplåning kan finne sted i vel funksjonerende markeder. Sentralbanken har således interesse av at det eksisterer en velordnet og effektiv markeds plass for obligasjoner, sertifikater og andre instrumenter som kan benyttes i myndighetenes penge- og rentepolitikk.

Likeledes har sentralbanken et spesielt ansvar for gjennomføringen av myndighetenes valutapolitikk, hvilket tilsier at måten valutannoteringene skjer på, påkaller bankens oppmerksomhet. Høringsuttalelsen vil derimot ikke gå inn på de spørsmål utredningen tar opp som har mindre relevans for sentralbanken, selv om de har adskillig almen interesse.

### 2. Sammendrag

Børslovutvalgets utredning — liksom børsreglementet — er preget av at det særlig er aksjeomsetningen utvalget har hatt i tankene, når innstillingen ble skrevet. Det har vært gode grunner til det, men det har resultert i at spesielle forhold knyttet til omsetningssyste-

mene på obligasjons-, sertifikat- og pengemarkedene er lite drøftet. Sondring mellom statspapirer og andre obligasjoner og sertifikater er ikke foretatt. Norges Banks dominerende rolle som operatør i disse markedene er ikke nevnt. Dette innebærer at de spørsmål i tilknytning til børsens virksomhet som Norges Bank er særlig opptatt av, er tildels lite avklart i utredningen.

Det gjelder for det første spørsmålet om hvorvidt børsmonopolet, hvis det gjøres vidt-favnende og beskyttet av straffebestemmelser, utilsiktet kan hemme utviklingen av nye instrumenter og omsetningsmåter. Det er neppe fra distriktene at konkurranse til en sentralisert børs vil komme. Derimot vil den i fremtiden kunne komme fra alternative systemer, basert på elektronisk informasjonsformidling over telenettet og formodentlig brukermessig desentralisert.

Særlig for rentebærende verdipapirer kan et terminalbasert informasjons-, handels- og oppgjørssystem vise seg å være den mest effektive form for børsvirksomhet. Disse papirer har få og oversiktlige kvalitative kjennetegn, slik at det ved omsetningen så godt som bare er spørsmål om pris og kvantum og der handel for egen regning ligger vel til rette. Denne desentraliserte omsetningsmåten vil imidlertid kanskje ikke ligge så godt til rette for aksjer, idet informasjonsvirksomheten der er langt mer kompleks og dermed gir behov for at fondsmeglere fysisk møtes, med de fasiliteter det krever. Dette kan forøvrig også gi opphav til en interessekonflikt mht. valg av noteringssystemer og kostnadsfordeling mellom brukergrupper på børsen.

For det andre må børsmonopolet også sees i sammenheng med spørsmålet om hvem som



skal delta i børsnoteringene og hvorledes disse skal foregå. Utvalgets lovutkast om børsmedlemskap og børsrepresentanter gjør at dersom Børsrådet ikke eksplisitt gir forskrifter, vil Norges Bank og alle andre aktører enn fondsmeglerforetak stenges ute fra å delta direkte i kursnoteringene for obligasjoner og sertifikater.

For det tredje vil en påpeke at det fremlagte utkast til nytt børsreglement, med krav om offentlig tegning, ikke må være til hinder for internasjonalt kjente og benyttede salgsmåter (særlig for statspapirer), som auksjon og kontinuerlig salg.

Børsreglementet, som flertallet foreslår fastsatt av Børsrådet uten offentlig godkjenning, må for obligasjonslåns vedkommende bl.a. vurderes ut fra den kjensgjerning at emisjonsforskriftene, med hjemmel i kredittlovens §15, pålegger utstederen å søke lånet børsnotert. Det bør ha adskillig relevans for spørsmålet om i hvilken grad de foreslåtte avgifter har karakter av skattlegging, og om myndighetene skal delegere utformingen av slike forskrifter til monopolets øverste organ. Selv uten påbud om børsnotering og med et noe mindre omfattende børsmonopol synes børsreglementet å ha så stor almen interesse og offentligrettslig preg at det bør underkastes departemental godkjenning.

Når det gjelder valutannoteringene er Norges Bank enig i at hjemmel og regelverk bør baseres på valutaloggivningen som nå er under revisjon. Det kan derfor reises tvil om at det blir nødvendig å ta inn den foreslåtte fullmaktsbestemmelse i §1-3 i børsloven. Norges Bank har et særskilt ansvar for styringen av kronens internasjonale verdi og for at det er ordnede forhold på det norske valutamarkedet. Dette kommer til uttrykk i det någjeldende valutannoteringssystem hvor Norges Bank har en ledende rolle. Siden reglement og tilhørende instruks for valutannoteringene ble revidert høsten 1985, finner en det unødvendig å foreta ytterligere endringer før saken er drøftet i sammenheng med revisjon av valutaloggivningen.

### 3. Børsmonopolet

Ifølge utvalgets forslag til §1-2 gis Oslo Børs «enerett til å drive virksomhet som børs her i riket». «Med børs forstås i denne lov en institusjon som forestår regelmessig og offentlig kursnotering i forbindelse med omsetning av aksjer, obligasjoner og andre verdipapirer», ifølge forslaget §1-1.

Dette monopolet utelukker ikke bare uavhengig regional børsvirksomhet, som er det eneste aspekt utvalget her har vurdert, men alle tenkelige fremtidige former for konkurrerende markedsplasser «for kursnotering i forbindelse med verdipapir knyttet til bindende tilbud av og etterspørsel etter verdipapirer som har almen interesse», kfr. utvalgets presisering av begrepet børs i avsnitt 10.4. En konsekvens er at også de verdipapirer som Oslo Børs ikke kursnoterer er avskåret fra alternativ innenlandsk børsmessig omsetning. Det dreier seg da ikke bare om verdipapirer med ikke godkjente kvaliteter, men potensielt også om verdipapirer som av kostningsmessige eller andre gode grunner kan være tjent med et annet omsetningssystem enn det Oslo Børs måtte tilby.

Et nærliggende eksempel kan være pengemarkedsinstrumenter av forskjellig slag. Idag har pengemarkedet i Norge et informasjonssystem med edb-skjermer, hvor tilbudte og etterspurte renter for forskjellige instrumenter kunngjøres. Selve handelen foregår imidlertid bilateralt mellom partene pr. telefon. Det er imidlertid ikke vanskelig å tenke seg at systemet kan utbygges slik at det kan foretas en omsetning innenfor edb- og skjermssystemet og eventuelt at også oppgjørsrutinene kan tilknyttes. Med bindende bud og simultan handel vil det for mengdegjeldsbrevs vedkommende kunne bli å oppfatte som børsvirksomhet. Dersom utvalgets utkast til §1-2 vedtas uten nærmere presisering, kan det om noen år resultere i at pengemarkedet velger et mindre effektivt system enn teknisk mulig for å unngå betegnelsen børs, eller at systemet fusjonerer inn i Oslo Børs virksomhet. Det er

ikke selvsagt at det er det sistnevnte resultat som vil vise seg mest effektivt. I land med velutviklede pengemarkeder foregår handelen idag, også for «sertifikater», utenfor børs og ved direkte handel på spread — ikke ved fondsmegling.

Norges Bank er enig med utvalget i at «det norske aksjemarked er lite og det er viktig å konsentrere ressursene om én børs» (avsnitt 2.2) og at «kravet om offentlig innsyn i og tilsyn med verdipapirhandelen er økt» (avsnitt 11.1). En deler imidlertid også utvalgets etterfølgende syn at «samtidig må den offentlige regulering ikke ha et større omfang enn behovet tilsier, eller være slik at den stenger for en naturlig og ønskelig utvikling på verdipapirmarkedet». Dette syn faller sammen med Norges Banks betenkeligheter over at børsmonopolet foreslås gjort ubetinget, særlig for verdipapirer i pengemarkedet, men også for ordinære ihendehaverobligasjoner.

Utvalget har selv i innstillingens avsnitt 2.3 og 11.2.2 fremstilt eneretten mindre omfattende enn selve lovforslaget, dvs. til å gjelde kun de verdipapirer som er notert på Oslo Børs. En forutsetter da at utstederen av et verdipapir i samsvar med §4-2 kan la være å la papiret børsnotere. Formuleringene i loven bør derfor klarlegge at det vil være fullt lovlig å drive de mest avanserte former for market making i papirer som ikke er notert på Oslo børs. For ikke å avskjære muligheten for at sertifikater og obligasjoner både kan noteres utenfor og på Oslo Børs — kfr. noteringen av valutakurser — vil Norges Bank foreslå at børslovens §1-2, annet ledd, skal lyde: «Oslo Børs har enerett til å drive virksomhet som børs her i riket for de aksjer som er notert på Oslo Børs».

Norges Bank er for sin del i liten tvil om at Oslo Børs, forutsatt omkostningsriktige avgifter og et fremtidsrettet reglement og noteringsteknikk, selv uten lovhjemlet monopol vil stå som det naturlige sentrum for det alt vesentlige av verdipapiriromsetningen her i landet.

#### 4. Børsmedlemmer, børsrepresentanter og deltagelse i kursnoteringene

I avsnitt 14.1 hevder Børslovutvalget at «det synes klart at bare fondsmeglerforetak bør ha adgang til å delta i kursnoteringene på børsen». Ifølge §3-1 i forslaget til ny lov om verdipapirbørs kan (bare) fondsmeglerforetak etter søknad bli medlem av børsen. Et børsmedlem kan i.h.t. §3-3 «ha en eller flere børsrepresentanter» som etter §4-1 deltar i kursnoteringene. Sistnevnte paragraf åpner imidlertid for at «Børsrådet kan bestemme at også andre kan delta i kursnoteringene for særlige typer verdipapirer og kan gi nærmere regler om hvilke krav som stilles til deltakerne».

Av anmerkningene fremgår det at Børslovutvalget her har hatt skipsmegleres notering av kommandittandeler i tankene. Norges Banks rolle i obligasjons- og sertifikatmarkedet er overhodet ikke drøftet, ei heller eventuell deltagelse fra pengemeglere, private finansieringsselskaper eller andre aktører utenom fondsmeglerstanden som måtte ha kompetanse, vilje og finansiell styrke til å drive ervervmessig obligasjons- og sertifikathandel ved å kjøpe og selge for egen regning.

Med den ledende stilling Norges Bank etterhvert har inntatt på obligasjons- og sertifikatmarkedet, der sentralbanken ved markedsoperasjoner signaliserer rentenivå for henholdsvis langsiktige og kortsiktige utlån, kan det være hensiktsmessig at banken deltar direkte i kursnoteringene på Oslo Børs, men at det skjer kun for egen regning og bare for obligasjoner, sertifikater e.l. Det kan gjennomføres ved at også Norges Bank blir børsmedlem, i.h.t. §3-1. Dersom ikke annet endres, må da Norges Banks børsrepresentanter tilfredsstille kravene i §3-3. I Danmark, der sentralbanken lenge har spilt en ledende rolle på obligasjonsmarkedet og salgsteknikken er en mer raffinert utgave av den en i 1985 begynte med i Norge, vil Danmarks Nationalbank, ifølge forslaget til fondsbørsreform som nylig er avgitt, heretter få adgang til å handle på børsen. Alternativt kan det utarbeides forskrifter, kfr. §4-1, som sikrer mulighet for



Norges Bank til å delta i noteringene på Oslo Børs for obligasjoner og sertifikater, med kjøp og salg for egen regning. Banken har ikke til hensikt å opprette egen fondsavdeling, slik den defineres i lov om verdipapirhandel.

Norges Bank vil ikke utelukke et omsetningssystem der sentralbanken, fondsmeglerforetak og visse andre grupper i.h.t. §4-1 på nærmere inngåtte vilkår kjøper og selger obligasjoner og sertifikater for egen regning på Oslo Børs. For fondsmeglerforetak krever slikt selvinntrede forskrifter i.h.t. verdipapirhandellovens §§20-21. En bør heller ikke se bort fra hensiktsmessigheten av å tillate andre enn fondsmeglerforetak å megle obligasjoner og sertifikater, etter vilkår i.h.t. verdipapirhandellovens §4 — også på Oslo Børs i.h.t. børslovens §4-1. I den grad Finansdepartementet er innstilt på å følge opp en eller flere av de — tildels alternative — ovennevnte tilrådninger, er Norges Bank innstilt på å medvirke til å utforme nødvendige lovtekster og forskrifter.

### 5. Børsreglement og kursnotering

Børskomiteen ved Oslo Børs har bare oversendt den del av nytt utkast til børsreglement som omhandler forholdet mellom Oslo Børs og de verdipapirutstedende foretak.

For å kunne bli tatt opp til børsnotering settes det vilkår at, iflg. reglementets §12-(4), «obligasjonslånet må være lagt ut til offentlig tegning og solgt gjennom de autoriserte fondsmeglerforetak eller være solgt direkte i markedet fra offentlig godkjent kredittforetak som ledd i foretakets ordinære innlånsvirksomhet.»

Et slikt ubetinget krav må ikke være til hinder for utviklingen av nye og mer effektive måter å emittere obligasjoner på. For ordinære statsobligasjoner og statssertifikater kan det f.eks. bli aktuelt å forbedre den salgsmåten en har hatt det siste året, ved at et statslån i

sin helhet selges til Norges Bank i første hånd, hvorpå sentralbanken videreselger obligasjonene på kontinuerlig basis i markedet. Emisjonen er således formelt sett eksklusiv og har få likhetstrekk med offentlig tegning, mens selve videresalget i markedet nettopp baseres på at verdipapirene fra første stund blir børsnotert. Kravet om offentlig tegning vil likeledes hindre forskjellige former for auksjon, som også er nærliggende å bruke for visse typer av statspapirer. Allerede i dag selges premieobligasjoner, selv om vilkårene er fastlagt på forhånd, ikke ved offentlig tegning, men med påfølgende børsnotering. Forøvrig bemerkes at børsreglementet ikke avklarer hvilke krav det er tilstrekkelig å sette til statspapirer.

Et viktig aspekt når Oslo Børs vilkår for børsnotering av obligasjoner skal vurderes, er at det for tiden ikke er noen frivillig sak for utstederen om vedkommende verdipapir skal noteres eller ei. Ifølge emisjonsforskriftene av 27.12.84, med hjemmel i kredittlovens §15, skal alle obligasjoner (langsiktige, ikke utstedt av stat eller kredittforetak) «søkes opptatt til børsnotering». Dette innebærer at det organ som fastsetter børsreglementet i alle fall formelt sett får en avgjørende innflytelse på hvilke karakteristika et obligasjonslån skal ha og hvilke noteringsavgifter som må betales. På denne bakgrunn er det nokså innlysende at jo sterkere monopolstilling Oslo Børs blir tildelt, jo større blir behovet for offentlig godkjenning av børsreglementet. Uansett omfanget av eneretten vil imidlertid Børsens reglement kunne inneholde presiseringer av visse nye sentrale spilleregler for verdipapirmarkedet. En enhetlig oppfølging av kontrolllovgivningen innebærer derfor at børsreglementet nødvendigvis må underlegges offentlig godkjenning. Norges Bank foreslår følgende tilføyelse inntatt i lovutkastets §2-2, annet ledd, annet punktum: «Reglementet og senere endringer skal godkjennes av Kongen».

Norges Bank innleder gjerne et samarbeide med Finansdepartementet og Oslo Børs for å gå nærmere igjennom de deler av børsreglementet som angår statspapirer.



## 6. Børsens finansiering

Norges Bank vil støtte børslovutvalget i at det bør «tilstrebes at børsens utgifter dekkes av brukergruppene i samme forhold som den enkelte gruppes bruk av børsens tjenester», kfr. avsnitt 19.5. Et slikt kostnadsdekningsprinsipp for prising av børstjenester er spesielt viktig dersom Oslo Børs tildeles et børsmonopol og dersom emisjonsforskriftene fortsatt pålegger at obligasjonslån må søkes opptatt til børsnotering. Det er således ingen «frivillig sak for utstederen om vedkommende verdipapir skal noteres eller ei», kfr. vedleggets avsnitt V.4. Registreringsavgift og årsavgift vil dermed ha karakter av beskatning dersom de ikke står i rimelig forhold til den gjenytelse børsen gir. Norges Bank antar at børsnotering av obligasjoner er langt mindre omkostningskrevende enn aksjer, som i større grad krever en fysisk tilstedeværelse av meg-

lere på børsgulvet, etisk overvåking og andre fordyrende elementer. En hadde derfor gjerne sett en omkostningsmessig begrunnelse for de registreringsavgifter og årsavgifter som foreslås i børsreglementets §21. Siden den del av børsreglementet som omhandler forholdet mellom Oslo Børs og fondsmeglerforetakene ikke er sendt til høring, er det heller ikke mulig å vurdere hvorvidt børsmedlemmenes plassavgift har omkostningsdekkende satser.

Norges Bank foreslår at avgiftene tas ut av børsreglementet. I stedet utarbeider Børsrådet forslag til avgiftstariff som godkjennes eller eventuelt justeres av departementet.

NORGES BANK

Hermod Skånland

Terje Prøsch



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

§§ 4– 6	Primære likviditetsreserver
§ 8	Tilleggsreserver
§§ 9–10	Plasseringsplikt
§ 11	Oppgaveplikt
§ 12	Utlånsregulering
§ 13	Oppgaveplikt over rente- og provisjonssatser
§ 15	Emisjonsregulering

Norges Banks diskonto: 8% fra 6. juni 1983

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. 7. mars 1986.



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

**Primære likviditetsreserver**

	Primærreserver i prosent av beregningsgrunnlaget		
	Sør-Norge	Nord-Norge	Resolusjon
<i>Sparebanker</i>	17	0	1986-01-10
<i>Forretningsbanker</i>	17	0	1986-01-10
<i>Private finansieringsselskaper</i>	14	0	1986-01-10
<i>Livsforsikr.selskaper, pensjonskasser og -fond</i>	2,5	2,5	1986-01-10

Beregningsgrunnlag for bankene:

- Bevilgede utlån til publikum skjema 03, kode 5200, kolonne 4
- Disponible kredittmidler skjema 03, kode 2100, kolonne 4
- + Utlån til publikum, ekskl. PSV-lån, via omsetningsdokumenter utstedt av private kredittforetak skjema 02, kode 152, kolonne 2
- PSV-grunnlån skjema 03, kode 51662, kolonne 4
- + Andre statsgaranterte obligasjoner skjema 01, kode 14122, kolonne 1
- Statsgaranterte obligasjoner til finansiering av oljevirksomheten skjema 02, kode 14, kolonne 1
- + Parter i ansvarlig lånekapital (ordinære partialobl.) skjema 01, kode 14131, kolonne 1 – kolonne 2
- + Andre ordinære partialobligasjoner skjema 01, kode 14139, kolonne 1 – kolonne 2
- + Parter i ansvarlig lånekapital (konvertible obl.) skjema 01, kode 1421, kolonne 1 – kolonne 2
- + Andre konvertible obligasjoner skjema 01, kode 1422, kolonne 1 – kolonne 2
- Beholdning av ihendehaverobligasjoner utstedt av norske private banker skjema 02, kode 172, kolonne 2
- Beholdning av norske ihendehaverobligasjoner lagt ut i henhold til lisens (ekskl.obligasjoner lagt ut til finansiering av oljevirksomheten) skjema 02, kode 173, kolonne 2
- + Lånesertifikater, kommuneforetak skjema 02, kode 162, kolonne 2
- + Lånesertifikater, statsforetak skjema 02, kode 163, kolonne 2
- Lånesertifikater, statsforetak, kronelån til oljevirksomhet skjema 02, kode 171, kolonne 2
- + Lånesertifikater, private foretak skjema 02, kode 164, kolonne 2
- + Utlån (ekskl. omsetningsdokumenter tatt med i kode 152, 153) til private kredittforetak skjema 02, kode 174, kolonne 2

Beregningsgrunnlag for finansieringsselskapene:

- Netto leiefinansiering (leasing) til publikum og private kredittforetak skjema 104, kode 031-033, 10, 141-20, kolonne 07
- + 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

Beregningsgrunnlag for livsforsikringselskapene (postene refererer seg til skjema 8):

- Post 4b. Ihendehaverobligasjoner utstedt av kommuner
- + Post 4d. Ihendehaverobligasjoner utstedt av private kredittforetak
- + Post 4e, f. Ihendehaverobligasjoner utstedt av statsforetak og private
- Post A. Obligasjoner i norske kroner til finansiering av oljevirksomhet
- + Post C4. Lånesertifikater, kommuneforetak
- + Post C5. Lånesertifikater, statsforetak
- + Post C6. Lånesertifikater, private foretak
- Post C8. Lånesertifikater, statsforetak, som gjelder kronelån til oljevirksomhet
- + Postene 6ac, 6ad og 6ae. Utlån til kommuner
- + Post 6aj. Utlån til private kredittforetak
- + Postene 6an...6at. Utlån til statsforetak og private sektorer
- Post B. Utlån i norske kroner til finansiering av oljevirksomhet

Beregningsgrunnlag for pensjonskasser og -fond. (Postene refererer seg til institusjonenes balanseutdrag):

- Post IIIa 3. Norske ihendehaverobligasjoner utstedt av kredittforeninger m.v.
- + Post IIIa 4. Andre norske ihendehaverobligasjoner, inkl. lånesertifikater utstedt av kommuner og foretak
- + Post V. Utlån

## *Kredittlovens §8. Tilleggsreserver for banker*

### **Tilleggsreserver**

Resolusjon: 1986-03-07

Beregningsgrunnlag og utgangspunkt:

Beregningsgrunnlaget er det samme som for primære likviditetsreserver. Utgangspunktet er gjennomsnittlig beregningsgrunnlag pr. utgangen av juni, juli og august 1985 justert opp med økningen i beregningsgrunnlaget for hele det private bankvesen fra gjennomsnittet av juni, juli og august 1985 til utgangen av desember 1985. Forretningsbanker med gjennomsnittlig beregningsgrunnlag i juni, juli og august 1985 lavere enn 100 millioner kroner behandles som om deres gjennomsnittlige beregningsgrunnlag de nevnte måneder var 100 millioner kroner.

Tilleggsreserver for forretnings- og sparebanker for hver måned f.o.m. mars 1986:

Beregningsgrunnlag  
inntil 110% av  
utgangspunktet

10%

Beregningsgrunnlag  
større enn 110% av  
utgangspunktet

20%

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

### **Plasseringsplikt**

*Forretnings- og sparebanker<sup>1)</sup>*

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**

*for private finansieringsselskaper*

Diverse oppgaver<sup>1)</sup>

Finansdepartementets bestemmelse 1966-03-15

*for livsforsikringselskaper*

Lånegarantier

Finansdepartementets bestemmelse 1984-03-23

*for skadeforsikringselskaper*

Diverse oppgaver

Finansdepartementets bestemmelse 1972-08-10

Diverse oppgaver

Finansdepartementets bestemmelse 1972-08-10

Lånegarantier

Finansdepartementets bestemmelse 1984-03-23

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

## Kreditlovens §12. Utlånsregulering for private finansieringsselskaper og skadeforsikringselskaper

### Utlånsregulering

Resolusjon: 1986-01-10

#### 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 1. og 2. kvartal 1986 ikke være høyere enn det høyeste av:

- 10% eller 5 mill. kroner over faktiske utlån til andre formål enn leasing og factoring 12 måneder tidligere eller:
- 5% eller 2,5 mill. kroner over faktiske utlån til andre formål enn leasing og factoring 31. desember 1985.

Utlån skal ved utgangen av 3. og 4. kvartal 1986 ikke være høyere enn det høyeste av:

- 10% eller 5 mill. kroner over faktiske utlån til andre formål enn leasing og factoring 12 måneder tidligere eller:
- 10% eller 5 mill. kroner over faktiske utlån til andre formål enn leasing og factoring 31. desember 1985.

#### For skadeforsikringselskaper

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

Utlån kan fra 31.12.1985 til utgangen av 2. kvartal 1986 økes med:

- 2,5% av det laveste av faktiske og tillatte utlån ved utgangen av 1985, og i tillegg
- 8% av økningen i premieinntekt for egen regning fra gjennomsnittet for årene 1981 og 1982 til gjennomsnittet for årene 1983 og 1984, men ikke ut over det firedobbelte av det som er fastsatt under a).

Utlån kan fra 31.12.1985 til utgangen av 1986 økes med:

- 5% av det laveste av faktiske og tillatte utlån ved utgangen av 1985, og i tillegg
- 16% av økningen i premieinntekt for egen regning fra gjennomsnittet for årene 1981 og 1982 til gjennomsnittet for årene 1983 og 1984, 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).

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 innledninger, 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.

## Kreditlovens §13. Oppgaveplikt over rente- og provisjonssatser

### Oppgaveplikt

Forretnings- og sparebanker, livs- og skadeforsikringselskaper 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 20. desember 1984 fastsatt nye forskrifter for obligasjonsmarkedet.

Forskriftene er i sin helhet referert i Norges Banks rundskriv nr. 26/27. desember 1984.

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, forsikringselskaper, pensjonskasser og finansieringsselskaper kan verken ta opp lån mot utstedelse av ihendehaverobligasjoner i markedet eller indirekte ved låneopptak gjennom et kredittforetak
- §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 kapitalgjenstander 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 støtten 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 over-

---

stige 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 og sparebanker, finansieringsselskaper, foretak og institusjoner e.l. kan ta opp kortsiktige lån med løpetid som ikke overstiger 12

måneder, mot utstedelse av omsettelige sertifikater. Kredittforetak har ikke adgang til slike låneopptak. For foretak, institusjoner e.l. må lånebeløpet utgjøre 25 mill. kroner eller mer. Når slike papirer utstedes av forretningsbanker eller sparebanker, skal de benevnes banksertifikater. Når de utstedes av finansieringsselskaper, skal de benevnes finanssertifikater. Når de utstedes av foretak, institusjoner e.l., skal de benevnes lånesertifikater.

---

*Kredittlovens §§12, 16 og 17. Lånegarantier*

---

**Regulering av lånegarantier**

Resolusjon: 1986-01-10

Finansinstitusjoner som stiller garanti i låneforhold<sup>1)</sup>, skal ved utgangen av hvert kvartal i 1986 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 primærreservekrav 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
2. Spesifikasjon av Norges Banks innenlandske utlån
3. Spesifikasjon av innenlandske folioinnskudd i Norges Bank
4. Internasjonale reserver og andre valutabeholdninger
5. Utenriksregnskap for Norge
6. Kurser for en del valutaer notert på Oslo Børs
- 7a. Bankenes kronelikviditet
- 7b. Bankenes valutalikviditet
8. Forretningsbankenes balanse
9. Forretningsbanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
10. Forretningsbankenes utlån fordelt på næringer
11. Forretningsbanker. Utlån til publikum fordelt på utlånsarter. Bevilgede og disponerte lån
12. Forretningsbankenes likviditet
13. Sparebankenes balanse
14. Sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
15. Sparebankenes utlån fordelt på næringer
16. Sparebanker. Utlån til publikum fordelt på utlånsarter. Bevilgede og disponerte lån
17. Sparebankenes likviditet
18. Forretnings- og sparebankenes samlede ordinære utlånsøkning i 1985
19. Balanse for statsbanker
20. Balanse for private finansieringsselskaper
21. Balanse for private kredittforetak
22. Balanseutdrag for livsforsikrings-selskaper
23. Balanseutdrag for private- og komm. pensj.kasser og fond
24. Balanseutdrag for skadeforsikrings-selskaper
25. Beholdning av norske ihendehaver-obligasjoner fordelt på långivere
26. Innenlandsk kreditttilførsel til private og kommuner
27. Garantier for lån fra/til publikum
- 28a.1. Endringer i publikums likviditet etter kilde
- 28a.2. Endringer i publikums likviditet etter kilde



- |   |  |
|---|--|
| <p>28b. Sammensetningen av publikums likviditet</p> <p>29. Forretningsbanker. Rente- og provisjonssatser på nye utlån i norske kroner</p> <p>30. Sparebanker. Rente- og provisjonssatser på nye utlån i norske kroner</p> <p>31. Forretningsbanker. Rentesatser på nye bankinnskudd fra kunder i norske kroner</p> <p>32. Sparebanker. Rentesatser på nye bankinnskudd fra kunder i norske kroner</p> <p>33. Kortsiktige rentesatser</p> <p>34. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av året</p> <p>35. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner pr. utgangen av året</p> <p>36. Forretningsbankenes utlån etter utlånsform og rentesats inkl. løpende provisjoner</p> | <p>37. Sparebankenes utlån etter utlånsform og rentesats inkl. løpende provisjoner</p> <p>38. Rente- og kredittprovisjonsinntekter i prosent av midlere trukne utlån til norske låntakere</p> <p>39. Renteutgifter i prosent av midlere innskudd fra norske kunder</p> <p>40. Valutabankenes netto utestående valutaterminforretninger med andre sektorer mot oppgjør i norske kroner</p> <p>41. Bruttoutbetalinger (debiteringer) på boligbyggelånskonti i forretnings- og sparebankene</p> |
|---|--|

*Standard tegn:*

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

Tabell 1. Norges Banks balanse (Mill. kroner)<sup>1)</sup>

	31/1 1985	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985	31/12 1985
Valutareserver	62261	66187	77438	68132	65162
Andre fordringer på utlandet	24618	25337	28082	41114	46836
Innskudd i norske banker	1915	3553	3106	3663	4528
Norske statskasseveksler og omsettelige sertifikater	2521	6911	6384	5319	6724
Norske ihendehaverobligasjoner	5523	10128	8739	7548	12543
Innenlandske utlån	992	761	2321	957	4148
Andre innenlandske fordringer etc.	626	605	578	679	1441
Diverse reguleringer	0	1746	1995	7203	0
Utgifter	324	1042	2544	4236	0
<b>Fordringer i alt</b>	<b>98780</b>	<b>116270</b>	<b>131187</b>	<b>138851</b>	<b>141382</b>
Gjeld til utlandet	2353	2630	2398	2130	2277
Motverdi av SDR i IMF	1499	1478	1470	1410	1396
Sedler og mynt i omlop	23655	23552	24026	25160	27196
Innenlandske innskudd på foliokonto	39965	55191	66749	69476	85526
Skattefrie fondsavsetninger	1271	1511	1522	1512	1513
Annen innenlandsk gjeld	381	974	2221	3520	251
Fonds etc.	28427	28320	25172	28007	23123
Diverse reguleringer	496	0	0	0	0
Inntekter	733	2514	4529	7336	0
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>98780</b>	<b>116270</b>	<b>131187</b>	<b>138851</b>	<b>141382</b>

Kilde: Norges Bank.

<sup>1)</sup> Tallene til og med 1984 finnes i tidligere publikasjoner.

Tabell 2. Spesifikasjon av Norges Banks innenlandske utlån (Mill. kroner)<sup>1)</sup>

	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985	31/12 1985
Statsforvaltningen	—	—	—	—	—	—
Forretningsbanker	155	350	126	983	373	1510
Herav:						
A-lån (inkl. buffertransjen)	151	327	122	980	348	1393
Lån på særvilkår (S-lån)	4	23	4	3	25	117
Sparebanker	360	765	240	929	170	2229
Herav:						
A-lån (inkl. buffertransjen)	350	765	201	879	138	2179
Lån på særvilkår (S-lån)	10	—	39	50	32	50
Private finansieringsselskaper	52	48	45	48	46	43
Næringsliv og privatpersoner	378	380	350	361	368	366
Herav:						
Statsgaranterte flskelån	141	132	99	105	105	99
<b>I alt</b>	<b>945</b>	<b>1543</b>	<b>761</b>	<b>2321</b>	<b>957</b>	<b>4148</b>

<sup>1)</sup> Tallene kan avvike noe fra tilsvarende tall i Norges Banks balanse.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 3. Spesifikasjon av innenlandske folioinnskudd i Norges Bank (Mill. kroner)

	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985	31/12 1985
Statskassen	22 109	32 590	48 769	59 212	63 234	77 433
Statens regnskapsforere	2 282	2 585	2 166	2 525	2 968	2 990
Annen offentlig forvaltning	982	247	1 278	2 338	232	960
Forretningsbanker	53	988	131	518	328	179
Sparebanker	808	360	355	113	552	708
Statsbanker	318	531	993	480	524	359
Andre finansinstitusjoner	316	9	99	114	103	35
Postverket (inkl. Postgiro)	479	2 415	632	774	683	2 063
Andre statsforetak	949	447	714	617	793	800
Andre innenlandske sektorer	15	69	56	58	59	99
<b>I alt</b>	<b>28 311</b>	<b>40 241</b>	<b>55 191</b>	<b>66 749</b>	<b>69 476</b>	<b>85 626</b>
<b>Herav:</b>						
Statens og andre offentlige konti ifølge tidligere balanseoppstilling	27 119	38 814	54 550	65 946	68 434	84 605

Kilde: Norges Bank.

Tabell 4. Internasjonale reserver og andre valutabeholdninger<sup>1)</sup> (Mill. kroner)

	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985	31/10 1985
Norges Banks internasjonale reserver netto (a+b-c)	90 995	105 251	108 967	110 388
a) Norges Banks valutareserver	66 187	77 438	68 132	68 012
Herav:				
SDR i IMF	2 376	2 124	2 094	1 848
Reserveposisjon i IMF	4 064	4 006	4 031	3 095
Andre likvide fordringer	59 747	71 308	62 007	63 069
b) Andre fordringer på utlandet	25 337	28 082	41 114	42 632
Herav:				
Gull	285	285	285	285
IMF	2 094	2 121	1 844	2 073
Andre debitorer	22 958	25 676	38 985	40 274
c) Utenlandske kroneinnskudd i NB	529	269	279	256
Herav:				
Banker	202	47	54	38
Andre	327	222	225	218
Forretnings- og sparebankers valutabeholdninger netto (a-b)	-35 751	-37 610	-45 715	-40 800
a) Bankinnskudd i utlandet	11 504	14 041	10 206	9 320
b) Kortsiktig gjeld i utlandet	47 255	51 651	55 921	50 120
Norges Banks internasjonale reserver og forretnings- og sparebankers valuta- beholdninger netto	55 244	67 641	63 252	69 588
Andre sektors valutabeholdninger netto	11 866	6 491	9 673	3 115
a) Bankinnskudd i utlandet og utenlandske verdipapirer	20 808	16 767	19 846	13 416
Herav:				
Rederier	2 831	2 787	2 387	2 701
Forsikringsselskaper	3 726	3 597	3 189	3 174
b) Kortsiktige valutalån fra utlandet	8 942	10 276	10 173	10 301
<b>Internasjonale reserver og valutabeholdninger i alt</b>	<b>67 110</b>	<b>61 150</b>	<b>72 925</b>	<b>72 703</b>

<sup>1)</sup> Tallene til og med 1984 finnes i tidligere publikasjoner.  
Kilde: Statistisk Sentralbyrå.



Tabell 5. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1983	1984	1/1-31/10	
			1984	1985
Eksport av tradisjonelle varer	61 053	70 307	57 463	63 635
Import av tradisjonelle varer	-91 776	107 563	-88 430	-105 074
Tradisjonell varebalanse	-30 723	-37 256	-30 967	-41 439
Eksport av råolje og naturgass	63 844	78 328	62 619	70 498
Eksport av oljeplattformer (netto)	622	-53	-53	-554
Direkte eksport ved oljevirksomheten <sup>1)</sup>	549	1 993	1 881	395
Direkte import ved oljevirksomheten	-4 049	-3 521	-3 132	-1 217
Eksport av nye skip	1 871	926	629	922
Eksport av eldre skip	3 986	4 888	4 485	7 362
Import av skip	-5 207	-5 025	-4 549	-3 020
Varebalansen	30 893	40 280	30 913	32 947
Nettoinntekter ved skipsfart	9 762	10 431	8 792	8 787
Nettoinntekter ved oljeboring og annen oljevirksomhet <sup>2)</sup>	-65	968	667	996
Reisetrafikk, netto	-6 676	-6 730	-5 660	-6 710
Andre tjenester, netto	-1 664	-1 568	-801	-1 695
Vare- og tjenestebalansen	32 250	43 381	33 911	34 325
Rente- og stonadsbalansen	-17 233	-17 034	-13 913	-12 508
A. Driftsbalansen	15 017	26 347	19 998	21 817
Herav:				
Skipsfart <sup>3)</sup>	5 588	7 185	6 386	11 070
Oljevirksomhet <sup>3)</sup>	51 712	67 193	52 840	63 345
Andre sektorer	-42 283	-48 026	-39 229	-52 598
B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto	-10 832	-1 401	-6 353	-1 031
Herav:				
Statsforvaltningen	-11 940	-4 614	-5 762	1 384
Kommuner, inkl. kommuneforetak	-58	396	375	-596
Statsbanker	-1 019	-1 388	-1 052	-943
Forretnings- og sparebanker	-348	1 929	-136	624
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	392	3 608	2 258	3 505
Skipsfart	1 438	980	-358	-5 241
Oljevirksomhet	1 082	-4 007	-2 868	1 330
Andre private og statlige foretak	-374	1 698	1 190	-1 094
C. Grunnbalansen (A+B)	4 185	24 946	13 645	20 786
D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank	-4 876	328	8 251	9 490
Herav:				
Statsforvaltningen	-226	-164	-150	-12
Kommuner, inkl. kommuneforetak	426	72	76	42
Statsbanker	-74	-158	-116	-82
Forretnings- og sparebanker	1 431	2 876	2 374	19 807
Andre finansinstitusjoner, ekskl. Norges Bank	-812	-448	-536	-2 765
Skipsfart	-343	-1 980	-1 436	60
Oljevirksomhet	-1 458	1 880	4 144	-1 638
Andre private og statlige foretak	-6 279	416	789	2 846
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	2 460	-2 166	3 109	-8 768
E. Endring i Norges Banks kortsiktige netto fordringer overfor utlandet (C+D)	-691	25 274	21 896	30 276
F. Tildelte SDR	-	-	-	-
G. Diverse reguleringer og poster som ikke inngår i internasjonale reserver	2 913	9 265	24	-7 149
Endring i Norges Banks totale fordringer på utlandet E+F+G)	2 222	34 539	21 920	23 127

<sup>1)</sup> Korreksjonspost for delte olje- og gassfelt.

<sup>2)</sup> Inkl. eksport av rørtjenester.

<sup>3)</sup> Utvalgte poster beregnet av Norges Bank.

Kilde: Statistisk Sentralfbyrå og Norges Bank.

Tabell 6. Kurser for en del valutaer notert på Oslo Børs. Fra 1. jan. 1984 midtkurser, tidligere salgskurser

		100	100	1	1	1	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100		
		Danske	Svenske	Pund	U.S.	Canadisk	Tyske	Schw.	Gylden	Belgiske	Franske	Franske	Franske	Franske	Franske	Franske		
		kr.	kr.	sterling	dollar	dollar	mark	frcs.		frcs.	frcs.	frcs.	frcs.	frcs.	frcs.	frcs.	frcs.	
1979	Gjennomsnitt	96,6685	118,5765	10,7651	5,0731	4,3322	277,0114	305,2255	253,0694	17,3368	119,4910	119,4910	119,4910	119,4910	119,4910	119,4910	119,4910	0,6147
	Høyst	99,70	120,75	11,68	5,2290	4,5535	290,30	316,60	263,00	17,845	124,30	124,30	124,30	124,30	124,30	124,30	124,30	0,625
	Lavest	92,05	116,30	10,105	4,8805	4,1925	270,75	298,95	247,75	16,88	117,00	117,00	117,00	117,00	117,00	117,00	117,00	0,600
1980	Gjennomsnitt	88,1168	117,7678	11,5152	4,9473	4,2364	272,7022	295,7974	249,3958	16,9736	117,4607	117,4607	117,4607	117,4607	117,4607	117,4607	117,4607	0,5829
	Høyst	92,65	119,45	12,3950	5,2645	4,4110	288,15	313,60	260,65	17,7250	123,15	123,15	123,15	123,15	123,15	123,15	123,15	0,619
	Lavest	84,15	115,70	10,95	4,8065	4,1420	257,25	279,25	238,15	16,09	111,95	111,95	111,95	111,95	111,95	111,95	111,95	0,551
1981	Gjennomsnitt	81,025	114,000	11,5969	5,7570	4,8046	254,782	293,927	230,927	15,5315	106,242	106,242	106,242	106,242	106,242	106,242	106,242	0,5113
	Høyst	86,45	119,40	13,000	6,2960	5,1110	266,75	332,80	244,35	16,515	114,90	114,90	114,90	114,90	114,90	114,90	114,90	0,562
	Lavest	78,05	104,05	10,595	5,1255	4,3160	245,10	270,10	220,90	14,975	100,75	100,75	100,75	100,75	100,75	100,75	100,75	0,480
1982	Gjennomsnitt	77,481	103,039	11,2797	6,4728	5,2473	266,220	318,304	242,045	14,1458	98,260	98,260	98,260	98,260	98,260	98,260	98,260	0,4774
	Høyst	84,20	111,70	12,440	7,3250	6,000	296,95	353,85	268,95	15,250	104,85	104,85	104,85	104,85	104,85	104,85	104,85	0,515
	Lavest	73,15	94,40	10,700	5,7665	4,7700	250,35	293,95	227,85	13,230	91,20	91,20	91,20	91,20	91,20	91,20	91,20	0,450
1983	Gjennomsnitt	80,203	95,57	11,088	7,3128	5,9373	286,42	348,27	256,44	14,34	96,40	96,40	96,40	96,40	96,40	96,40	96,40	0,486
	Høyst	85,05	97,05	11,525	7,8200	6,2735	300,90	364,10	271,60	15,74	106,90	106,90	106,90	106,90	106,90	106,90	106,90	0,524
	Lavest	76,95	94,25	10,530	6,9440	5,6675	276,95	340,95	247,70	13,69	91,45	91,45	91,45	91,45	91,45	91,45	91,45	0,462
1984	Gjennomsnitt	78,8248	98,6504	10,8714	8,16942	6,3060	286,854	347,525	254,44	14,1301	93,4303	93,4303	93,4303	93,4303	93,4303	93,4303	93,4303	0,4647
	Høyst	81,15	102,46	11,188	9,087	6,8852	292,86	355,97	259,74	14,495	95,43	95,43	95,43	95,43	95,43	95,43	95,43	0,472
	Lavest	77,03	95,79	10,53	7,375	5,8214	279,22	338,52	248,22	13,683	91,1	91,1	91,1	91,1	91,1	91,1	91,1	0,454
1985	Gjennomsnitt	81,2805	99,9254	11,0774	8,5855	6,2947	292,733	351,342	259,577	14,509	95,9187	95,9187	95,9187	95,9187	95,9187	95,9187	95,9187	0,4504
	Høyst	84,67	102,01	11,755	9,88	7,0593	308,55	367,79	273,93	15,097	100,70	100,70	100,70	100,70	100,70	100,70	100,70	0,472
	Lavest	79,38	98,84	10,204	7,564	5,4291	284,75	334,08	251,46	14,149	93,23	93,23	93,23	93,23	93,23	93,23	93,23	0,434
Endring:																		
1/1-31/1 1986																		
(i prosent)		-0,1	-1,2	-3,5	-1,8	-3,6	1,2	0,5	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
1986	Januar	84,385	99,449	10,7728	7,5499	5,3700	309,203	365,23	274,372	15,1325	100,799	100,799	100,799	100,799	100,799	100,799	100,799	0,4535
	Gjennomsnitt	84,82	99,76	11,012	7,6130	5,4525	312,62	369,35	276,92	15,267	101,85	101,85	101,85	101,85	101,85	101,85	101,85	0,458
	Lavest	83,81	99,00	10,337	7,4400	5,2315	307,18	362,57	272,74	15,040	100,20	100,20	100,20	100,20	100,20	100,20	100,20	0,450

Kilde: Oslo Børs, Norges Bank.

Tabell 7a. Bankenes kronelikviditet. Endringsanalyse<sup>1)</sup> (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel+/inndragning-	1/1-30/11		Siste 3 mndr. pr. 30/11		Siste 12 mndr. pr. 30/11	
	1984	1985	1984	1985	1984	1985
1. Staten og andre offentlige konti	-7 152	-16 652	4 189	783	-14 278	-17 826
2. Publikums kassehold (oppgang -)	94	-901	-1 264	-1 759	-1 099	-2 017
3. Nettosalg av valuta til Norges Bank	32 357	33 712	13 352	3 214	33 059	32 521
4. Bankenes beholdn. av markedspapirer og Norges Bank's beholdn. av sertifikater	-1 236	1 223	127	486	527	2 407
5. Norges Bank's beholdn. av obligasjoner	-1 174	-7 119	-1 257	2 067	-1 049	-7 037
6. Likviditetsslån i Norges Bank	-2 273	2 749	-2 691	3 104	567	2 907
7. Norges Banks andre transaksjoner	-977	-4 799	-767	-1 169	-1 791	-4 153
A. Primærlikvider (1+2+3+4+5+6+7)	19 639	8 213	11 689	6 726	15 936	6 802
Herav:						
a) Kassebeholdning	132	-35	-37	23	56	339
b) Folio i Norges Bank	656	-557	699	76	-244	-591
c) Folio i Postgiro	78	290	50	243	14	174
d) Statskasseveksler	18 773	8 515	10 977	6 384	16 110	6 880
B. Pliktige primærlikvider <sup>2)</sup> (oppgang -)	-16 161	-7 336	-8 122	-957	-15 927	-6 819
C. Disponible primærlikvider (A+B)	3 478	877	3 567	5 769	9	-17
D. Likviditetsslån i Norges Bank	-2 273	2 749	-2 697	3 104	567	2 907
E. Frie primærlikvider (C-D)	5 751	-1 872	6 259	2 665	-558	-2 924
Beholdningstall, gjennomsnitt i november						
Frie primærlikvider						
I mill. kroner	-4 005	-2 709				
I prosent av forvaltningskapital	-1,3	-0,7				

<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> For banker uten primærreservekrav i henhold til kredittloven antar en at egne krav utgjør 1,4% av forvaltningskapitalen.  
Kilde: Norges Bank.

Tabell 7b. Bankenes valutalikviditet. Endringsanalyse (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel+/inndragning-	1/1-30/11		Siste 3 mndr. pr. 30/11		Siste 12 mndr. pr. 30/11	
	1984	1985	1984	1985	1984	1985
1. Gjeld etc. i utlandet	11 983	13 574	2 661	-3 381	13 572	12 406
2. Tilførsel av valuta fra andre norske sektorer	23 057	17 895	13 243	4 679	22 853	16 967
3. Nettokjøp av valuta fra Norges Bank	-32 357	-33 712	-13 352	-3 214	-33 059	-32 521
A. Innskudd i utenlandske banker (1+2+3)	2 683	-2 243	2 552	-1 916	3 366	-3 148
B. Innskudd fra utenlandske banker	9 159	8 531	-95	-3 260	12 604	10 965
C. Netto valutalikvider (A-B)	-6 476	-10 774	2 647	1 344	-9 238	-14 113
Beholdningstall pr. utgangen av november						
Netto valutalikvider						
I mill. kroner	-22 264	-36 377				
I prosent av forvaltningskapital	-7,3	-9,6				

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank.



Tabell 8. Forretningsbankenes balanse (Mill. kroner)

	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985	30/11 1985
<b>Eiendeler:</b>						
Primærløkkvider	15812	15934	18679	14799	20724	19364
Statsertifikater <sup>1)</sup>	—	—	1905	870	3509	894
Andre sertifikater	—	—	263	253	1077	1190
Stats- og statsbankobligasjoner	16430	14044	15680	13027	15253	12778
Private og kommunale obligasjoner	14631	15882	15894	15096	13814	12208
Innskudd i forretningsbanker	1370	1542	1439	1380	2565	2407
Innskudd i sparebanker	649	1304	416	338	1931	1580
Innskudd i utenlandske banker	8332	10595	10628	13059	9669	7680
Lån til utlandet	7710	10674	9301	9665	10191	9650
Utlån til publikum <sup>1)</sup>	84727	89449	95713	104205	112674	112080
Lisensierte valutalån til innlendinger	12514	14179	14010	15763	16074	16119
Kronelån til oljevirksomhet	1245	966	936	1026	1038	1190
Øvrige eiendeler	15472	15738	15785	17151	22104	23221
<b>Forvaltningskapital</b>	<b>178892</b>	<b>190306</b>	<b>200650</b>	<b>206732</b>	<b>230623</b>	<b>220361</b>
<b>Gjeld og egenkapital</b>						
Innskudd fra kunder i norske kroner	96764	111636	109717	111068	114195	110825
Innskudd fra norske kunder i utenlandsk valuta	9422	10974	11724	10346	10106	8233
Innlån i form av banksertifikater	—	—	175	331	471	481
Innskudd fra forretningsbanker	1846	1322	1668	2224	3835	2370
Innskudd fra sparebanker	2020	2545	2388	2263	2521	598
Innskudd fra statsbanker	519	438	464	409	1154	639
Lån og innskudd fra Norges Bank	265	563	2081	2238	2126	4774
Lån og innskudd fra utlandet	40851	44125	45990	53666	59694	51680
Skatteinnbetalinger	4023	165	3673	70	3369	4175
Annen gjeld	14163	9345	12861	12721	20170	23693
Aksjekapital	4050	4205	4405	5357	5670	5416
Avsetninger, fond etc.	4968	4988	5502	6039	7312	7477
<b>Spesifikasjoner:</b>						
Nettofordringer på utlandet	-22522	-20165	-23904	-28906	-38223	-32155
Total valutaposisjon (inkl. terminforretninger)	1616	-11572	-600	-599	-1671	117

Note: I oktober 1985 fusjonerte en sparebank med en forretningsbank. I statistikken innebærer dette en reduksjon i forretningsbankgruppen og en tilsvarende økning for sparebankene. I enkelte tabeller vil det således være brudd i tallseriene. I andre tabeller har en foretatt korrigering i seriene bakover ved å late som om den fusjonerte forretningsbanken alltid har vært sparebank. Særlig vil endringstall gi liten mening dersom dette ikke gjøres. Denne tabellen har brudd f.o.m. 30/11 1985.

<sup>1)</sup> Inkl. utlån via omsetningsdokumenter og utlån i form av forvaltningsbevis (1984).

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 9. Forretningsbanker. Utlån<sup>1)</sup> og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	30/6 1984	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985
<b>Utlån til:</b>						
Kommuner	3298	3536	3425	3518	3512	4331
Næringslivet	39448	40546	41917	46163	50760	53209
Lønnstakere	38161	40407	43612	45355	49071	54083
Andre private sektorer	256	226	275	364	463	545
<b>Utlån til publikum i alt</b>	<b>81163</b>	<b>84715</b>	<b>89229</b>	<b>95400</b>	<b>103806</b>	<b>112168</b>
<b>Innskudd fra:</b>						
Kommuner	5899	5704	6707	6265	6724	6119
Næringsliv	41282	43853	51812	51227	48977	52267
Lønnstakere	44123	45540	47282	49187	52036	52348
Andre private sektorer	990	1021	1167	1092	1098	1120
<b>Innskudd fra publikum i alt</b>	<b>92294</b>	<b>96118</b>	<b>106968</b>	<b>107771</b>	<b>108835</b>	<b>111854</b>

<sup>1)</sup> Ekskl. valutalån med lisens og kronelån til oljevirksomhet, men inkl. utlån i form av forvaltningsbevis (1984).

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 10. Forretningsbankenes utlån<sup>1)</sup> fordelt på næringer (Mill. kroner)

	30/9 1983	31/12 1983	31/3 1984	30/6 1984	31/12 1984	30/6 1985
Utlån til:						
Jordbruk og skogbruk	1 136	1 128	1 168	1 258	1 293	1 369
Fiske og fangst	602	616	713	829	898	887
Oljeutvinning og bergverksdrift	222	222	258	359	418	540
Industri	8 767	7 797	9 391	9 853	9 478	11 989
Herav:						
Næringsmidler etc.	1 455	1 433	1 578	1 683	1 619	2 004
Trevarer	1 031	917	1 081	1 185	1 021	1 248
Treforedling	628	650	858	877	835	1 034
Kjemisk produksjon etc.	834	699	956	1 019	1 037	1 332
Metaller	645	527	612	529	548	776
Bygging av fartoyer	676	624	769	749	953	861
Verkstedproduksjon	1 801	1 557	1 900	2 172	1 861	2 616
Kraft- og vannforsyning	105	70	127	95	175	199
Bygg og anlegg	2 736	2 490	2 809	2 943	3 557	4 072
Engros-, agentur- og detaljhandel	11 213	10 246	11 687	12 421	11 936	14 109
Hotell- og restaurantdrift	918	895	982	1 001	1 015	1 138
Utenriks sjofart	511	453	532	606	908	1 042
Transport, lagring, post- og telekommunikasjon	2 065	1 990	2 226	2 362	2 504	2 849
Finansiering, eiendomsdrift og tjenesteyting til næringslivet	4 230	4 327	4 914	5 066	6 947	9 625
Sosial og personlig tjenesteyting	2 483	2 385	2 475	2 655	2 788	2 941
Utlån til næringslivet i alt	34 988	32 680	37 282	39 448	41 917	50 760

<sup>1)</sup> Ekskl. valutilån med lisens og kronelån til oljevirksomhet, men inkl. utlån i form av forvaltningsbevis (1984).

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 11. Forretningsbanker<sup>1)</sup>. Utlån til publikum fordelt på utlånsarter. Bevilgede og disponerte lån inkl. forvaltningsbevis (1984) (Mill. kroner)

	Bevilget		Disponerte lån		
	Kassekreditt	Byggelån	Kassekreditt	Byggelån	Nedbetalingslån
1983 Desember	30 272	10 412	14 659	6 892	46 169
1984 November	36 478	11 745	19 813	7 559	56 267
1984 Desember	37 173	11 818	18 744	7 996	58 901
1985 November	46 332	14 869	25 302	9 536	76 746
Endring i perioden					
1984 Januar/november	6 206	1 333	5 154	667	10 098
1985 " "	9 159	3 051	6 558	1 540	17 845
1984 3. kvartal	1 667	337	718	-46	4 175
1985 " "	2 373	1 491	599	623	9 173

<sup>1)</sup> Se note til tabell 8.

Denne tabellen er korrigeret bakover.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 12. Forretningsbankenes<sup>1)</sup> likviditet (Mill. kroner)

Ved utgangen av måneden	Primær- likvider	Pliktige primær- likvi- der <sup>2)</sup>	Lån og innskudd fra Norges Bank (3)	Netto innskudd i utenlandske banker	Netto innskudd i spare- banker	Frie primærlikvider (1-2-3)		Frie likvider (4+6)	
						I alt	I % av forv.kap.	I alt	I % av forv.kap.
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
1983 Desember	3646	4330	1599	-12551	-528	-2283	-1,7	-14834	-10,7
1984 Mars	9057	8302	1727	-13501	-733	-972	-0,6	-14473	-9,6
Juni	8441	8658	500	-19695	-147	-717	-0,5	-20412	-13,3
September	15107	13259	265	-20637	-171	1583	0,9	-19054	-11,3
Desember	15436	13581	523	-20386	312	1332	0,7	-19054	-10,6
1985 Januar	15102	14407	1273	-18033	-305	-578	-0,3	-18611	-10,1
Februar	12585	16029	1688	-20710	-445	-5132	-2,7	-25842	-13,8
Mars	17839	16422	2081	-21555	-244	-664	-0,4	-22219	-11,7
April	12402	16367	4562	-20189	-347	-8527	-4,6	-28716	-15,5
Mai	18149	17249	1866	-22411	16	-966	-0,5	-23377	-12,2
Juni	14256	16555	2161	-22913	-171	-4460	-2,3	-27373	-14,0
Juli	17759	16387	2182	-26405	278	-810	-0,4	-27215	-13,2
August	13657	17017	2079	-28772	1912	-5439	-2,7	-34211	-16,9
September	19656	16966	1970	-32693	781	720	0,3	-31973	-14,6
Oktober	12488	17252	5288	-28744	1005	-10052	-4,7	-38796	-18,3
November	19364	17232	4774	-28537	982	-2642	-1,2	-31179	-14,1
Endring i perioden							(Prosent- poeng)		(Prosent- poeng)
1984 Jan./nov.	11960	9766	-1194	-4287	185	3388	2,3	-899	1,8
1985 "	3928	3651	4251	-8151	670	-3974	-1,9	-12125	-3,5

<sup>1)</sup> Se note 1, tabell 8.

Denne tabellen er korrigert bakover.

<sup>2)</sup> Se note 2, tabell 7a.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.



Tabell 13. Sparebankenes<sup>1)</sup> balanse (Mill. kroner)

	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985	30/11 1985
<b>Eiendeler:</b>						
Primærlikvider	9 775	9 160	11 168	11 250	13 104	14 264
Stats sertifikater <sup>2)</sup>	—	—	168	22	46	251
Andre sertifikater	—	—	43	403	1 180	9 410
Stats- og statsbankobligasjoner	8 512	7 448	7 604	6 634	8 081	7 599
Private og kommunale obligasjoner	16 201	17 082	16 934	16 957	15 671	14 883
Innskudd i forretningsbanker	2 163	3 016	2 333	2 469	2 377	1 476
Innskudd i sparebanker	778	698	703	925	3 525	3 372
Innskudd i utenlandske banker	395	371	876	982	536	1 043
Lån til utlandet	1 639	1 771	1 557	1 748	1 619	2 523
Utlån til publikum <sup>2)</sup>	70 780	75 793	77 437	84 292	87 508	95 152
Lisensierte valutalån til innlendinger	1 134	1 269	1 342	1 442	1 490	2 892
Kronelån til oljevirksomhet	862	802	793	792	809	1 153
Øvrige eiendeler	6 174	3 345	5 675	4 895	8 350	4 498
<b>Forvaltningskapital</b>	<b>118 413</b>	<b>120 756</b>	<b>126 631</b>	<b>132 811</b>	<b>144 296</b>	<b>158 516</b>
<b>Gjeld og egenkapital:</b>						
Innskudd fra kunder i norske kroner	93 770	101 443	102 824	106 262	110 416	115 023
Innskudd fra norske kunder i utenlandsk valuta	115	136	230	110	241	1 103
Innlån i form av banksertifikater	—	—	—	—	58	58
Innskudd fra forretningsbanker	1 150	1 211	1 067	1 129	2 416	1 442
Innskudd fra sparebanker	680	733	557	948	3 091	3 987
Innskudd fra statsbanker	11	13	13	18	18	219
Lån og innskudd fra Norges Bank	1 022	1 469	1 047	1 926	1 241	2 560
Lån og innskudd fra utlandet	5 373	5 554	7 787	7 322	7 586	11 023
Skatteinnbetalinger	560	47	345	53	495	1 801
Annen gjeld	7 614	2 989	5 234	7 029	10 151	11 742
Avsetninger, fond etc.	8 118	7 161	7 528	8 014	8 583	9 558
<b>Spesifikasjoner:</b>						
Nettofordringer på utlandet	-2 675	-2 871	-4 630	-4 078	-4 888	-6 695
Total valutaposisjon (inkl. terminforretninger)	121	-1 099	881	-415	260	331

<sup>1)</sup> Se note til tabell 8.

Denne tabellen har brudd 30/11 1985.

<sup>2)</sup> Inkl. utlån via omsetningsdokumenter.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 14. Sparebanker. Utlån<sup>1)</sup> og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	30/6 1984	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985
Utlån til:						
Kommuner	4 603	4 788	4 872	4 842	4 886	4 898
Næringslivet	22 888	22 871	24 205	24 787	27 007	27 318
Lønnstakere	41 221	42 453	45 965	47 015	51 514	54 373
Andre private sektorer	575	634	586	584	651	664
<b>Utlån til publikum i alt</b>	<b>69 287</b>	<b>70 746</b>	<b>75 628</b>	<b>77 228</b>	<b>84 058</b>	<b>87 253</b>
Innskudd fra:						
Kommuner	7 048	6 673	8 043	7 551	8 702	7 844
Næringslivet	17 091	19 124	20 010	20 868	20 870	23 610
Lønnstakere	61 116	61 808	66 188	67 716	70 286	70 658
Andre private sektorer	1 721	1 746	1 972	1 977	1 978	2 082
<b>Innskudd fra publikum i alt</b>	<b>86 976</b>	<b>89 351</b>	<b>96 213</b>	<b>98 112</b>	<b>101 836</b>	<b>104 194</b>

<sup>1)</sup> Ekskl. valutalån med lisens og kronelån til oljevirksomhet.  
Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 15. Sparebankenes utlån<sup>1)</sup> fordelt på næringer (Mill. kroner)

	30/9 1983	31/12 1983	31/3 1984	30/6 1984	31/12 1984	30/6 1985
Utlån til:						
Jordbruk og skogbruk	4 725	5 116	4 744	5 312	5 553	5 645
Fiske og fangst	478	512	566	643	741	851
Oljeutvinning og bergverksdrift	135	123	156	139	117	387
Industri	2 415	2 354	2 807	2 969	2 899	3 337
Herav:						
Næringsmidler etc.	645	640	820	867	808	986
Trevarer	488	465	529	576	575	603
Treforedling	35	31	37	31	36	45
Kjemisk produksjon etc.	94	90	157	123	130	159
Metaller	38	45	42	42	39	37
Bygging av fartøyer	167	158	208	204	204	231
Verkstedproduksjon	487	467	493	567	543	638
Kraft- og vannforsyning	103	104	134	142	142	146
Bygg og anlegg	1 861	1 837	2 026	2 137	2 182	2 593
Engros-, agentur- og detaljhandel	3 806	3 916	4 340	4 580	4 549	5 534
Hotell- og restaurantdrift	691	730	768	824	878	991
Utenriks sjøfart	10	12	11	77	15	19
Transport, lagring, post- og telekommunikasjon	1 221	1 274	1 373	1 530	1 765	1 872
Finansiering, eiendomsdrift og tjenesteyting til næringslivet	2 082	2 187	2 340	2 488	3 081	3 175
Sosial og personlig tjenesteyting	1 892	1 946	1 982	2 047	2 283	2 457
<b>Utlån til næringslivet i alt</b>	<b>19 419</b>	<b>20 112</b>	<b>21 247</b>	<b>22 888</b>	<b>24 205</b>	<b>27 007</b>

<sup>1)</sup> Ekskl. valutalån med lisens og kronelån til oljevirksomhet.  
Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 16. Sparebanker<sup>1)</sup>. Utlån til publikum fordelt på utlånsarter.  
Bevilgede og disponerte lån (Mill. kroner)

	Bevilget		Disponerte lån		
	Kassekreditt	Byggelån	Kassekreditt	Byggelån	Nedbetalingslån
1983 Desember	12 191	9 995	7 156	6 946	48 390
1984 November	14 653	10 362	8 314	7 295	58 917
1984 Desember	14 760	10 339	8 561	7 342	63 372
1985 November	18 294	12 356	10 224	8 251	76 495
Endring i perioden					
1984 Januar/november	2 462	367	1 158	349	10 527
1985 " "	3 534	2 017	1 663	909	13 123
1984 3. kvartal	486	460	-436	120	1 228
1985 " "	1 074	1 093	17	432	3 829

<sup>1)</sup> Se note til tabell 8. Denne tabellen er korrigeret bakover.  
Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 17. Sparebankenes likviditet<sup>1)</sup> (Mill. kroner)

Ved utgangen av måneden	Primær- likvider	Pliktige primær- likvi- der <sup>2)</sup>	Lån og innskudd fra Norges Bank (3)	Netto innskudd i utenlandske banker (4)	Netto innskudd i forretn.- banker (5)	Frie primærlikvider (1-2-3)		Frie likvider (4+6)	
						I alt (6)	I % av forv.kap. (7)	I alt (8)	I % av forv.kap. (9)
1983 Desember	3 283	3 438	2 632	-3 237	2 424	-2 787	-2,5	-6 024	-5,3
1984 Mars	6 340	6 192	2 045	-3 081	1 813	-1 897	-1,6	-4 978	4,2
Juni	6 722	6 349	1 325	-5 475	1 424	-952	-0,8	-6 427	-5,20
September	10 480	9 465	1 022	-5 576	1 064	-7	-0,0	-5 583	-4,32
Desember	9 658	9 831	1 509	-5 218	1 863	-1 682	-1,3	-6 900	-5,2
1985 Januar	10 620	9 902	887	-5 735	1 177	-169	-0,1	-5 904	-4,3
Februar	11 670	11 148	1 156	-7 645	1 315	-634	-0,5	-8 279	-6,0
Mars	12 008	11 093	1 047	-6 970	1 403	-132	-0,1	-7 102	-5,1
April	10 925	11 242	2 965	-6 406	1 748	-3 282	-2,3	-9 688	-6,9
Mai	11 411	11 398	1 221	-6 852	1 032	-1 208	-0,9	-8 060	-5,7
Juni	11 793	11 385	2 003	-7 140	1 053	-1 595	-1,1	-8 735	-6,0
Juli	12 947	12 246	1 362	-8 249	-222	-661	-0,4	-8 910	-5,9
August	13 611	12 774	1 537	-8 950	-671	-700	-0,5	-9 650	-6,3
September	14 171	12 707	1 397	-8 416	-377	67	0,0	-8 349	-5,3
Oktober	12 055	12 621	3 431	-7 546	313	-3 997	-2,5	-11 543	-7,3
November	14 264	13 516	2 560	-7 840	34	-1 812	-1,1	-9 652	-6,0
Endring i perioden							(Prosent- poeng)		(Prosent- poeng)
1984 Jan./nov.	7 482	6 395	-1 226	-2 189	-1 439	2 313	2,1	124	0,9
1985 " "	4 607	3 685	1 051	-2 622	-1 829	-129	0,2	-2 751	-0,8

<sup>1)</sup> Se note 1, tabell 8.

Denne tabellen er korrigeret bakover.

<sup>2)</sup> Se note 2, tabell 7 a.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 18. Forretnings- og sparebankenes samlede ordinære utlånsøkning

	Faktiske tall		Sesongkorrigerede tall			
	Endring i mnd.	Kumulert endring	Endring i mnd.	Kumulert endring	Avvik i forhold til kredittopplegget A B	
1985						
Januar	1 901	1 901	3 476	3 476	643	1 466
Februar	2 224	4 125	1 596	5 072	-594	229
Mars	4 090	8 215	1 190	6 262	-2 237	-1 414
April	2 795	11 010	3 449	9 711	-1 621	-798
Mai	4 031	15 041	3 510	13 221	-944	-121
Juni	8 223	23 264	4 907	18 129	1 131	1 954
Juli	744	24 008	3 666	21 795	1 965	2 788
August	3 744	27 752	5 276	27 071	4 409	5 232
September	6 999	34 751	6 740	33 811	8 317	9 140
Oktober	2 444	37 195	6 190	40 001	11 675	12 498
November	4 479	41 674	5 121	45 122	13 964	14 787
Desember	9 637	51 413	6 443	51 669	17 679	18 504
1986						
Januar	1 734	1 734	3 208	3 208	1 371	-

A. Avvik fra en lineær fordeling av budsjettanslaget for 1985 i Nasjonalbudsjettet 1986 med utgangspunkt i årskiftet 1984/85.  
B. Avvik fra en lineær fordeling av budsjettanslaget for 1985 i Nasjonalbudsjettet 1986 med utgangspunkt i gjennomsnittet for 4. kvartal 1984.

Tabell 19. Balanse for statsbanker<sup>1)</sup> (Mill. kroner)

	30/6 1984	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985
Kassebeholdning og bankinnskudd	1 071	980	1 301	1 978	938	1 158
Utlån i alt	115 356	117 790	119 854	120 951	121 435	123 874
Herav:						
Til publikum	112 973	115 234	116 650	118 566	119 186	120 816
Andre fordringer på statskassen	3 191	3 191	3 191	3 191	3 191	3 191
Andre aktiva, inkl. utgifter	9 251	9 859	6 117	7 114	12 422	15 573
Aktiva i alt	128 869	131 820	130 463	133 234	137 986	143 796
Ihendehaverobligasjonslån						
Herav:						
I norske kroner	12 284	12 157	12 701	12 584	12 445	12 835
I utenlandsk valuta	14 030	14 340	14 064	13 724	13 051	13 186
Andre lån	87 741	88 140	91 468	91 466	93 494	93 745
Aksjekapital, fond m.v.	7 735	7 735	9 203	8 330	8 331	8 332
Andre passiva, inkl. inntekter	7 079	9 448	3 027	7 130	10 665	15 698
Passiva i alt	128 869	131 820	130 463	133 234	137 986	143 796

<sup>1)</sup> Eksklusive Postgiro og Postsparebanken. F. o. m. 31/1 - 1984 er Håndverks- og småindustrifondet og Industrifondet inkludert. Skift i utlån til publikum beløp seg til ca. 1 400 mill. kroner.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.



Tabell 20. Balanse for private finansieringsselskaper (Mill. kroner)

	31/3 1984	30/6 1984	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985
Bankinnskudd	754	762	1249	2068	1559	1962
Utlån til publikum	5279	5251	5492	5484	5827	5987
Utlån til andre sektorer	855	866	1201	2195	2718	2013
Leasing	6663	6935	7475	7796	8112	8612
Andre aktiva	1718	2410	3755	4724	3904	4720
<b>Aktiva i alt<sup>1)</sup></b>	<b>15269</b>	<b>16224</b>	<b>19172</b>	<b>22267</b>	<b>22120</b>	<b>23294</b>
Finanssertifikater	—	—	—	—	838	327
Lån fra andre enn banker	9617	10045	11563	12875	12800	13072
Lån fra banker	2120	2077	2650	3505	4076	5441
Kapital, fond m.v.	1548	1626	1727	1835	1956	1936
Andre passiva	1984	2476	3232	4052	2450	2518
<b>Passiva i alt</b>	<b>15269</b>	<b>16224</b>	<b>19172</b>	<b>22267</b>	<b>22120</b>	<b>23294</b>

<sup>1)</sup> Utlån er fort netto.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 21. Balanse for private kredittforetak (Mill. kroner)

	30/6 1984	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985
Innskudd i norske banker	2941	3571	5390	4904	4755	4958
Andre kortsiktige plasseringer <sup>1)</sup>	3247	3519	3211	4872	5252	7457
Utlån til:						
Statskassen	7	141	151	593	611	341
Publikum <sup>2)</sup>	42250	43311	46235	47569	48742	50158
Andre	7715	7598	7301	7279	7168	7603
Andre aktiva	651	675	503	716	757	798
<b>Sum eiendeler</b>	<b>56811</b>	<b>58815</b>	<b>62791</b>	<b>65933</b>	<b>67285</b>	<b>71315</b>
Kortsiktig gjeld <sup>3)</sup>	2242	2341	2492	3134	3239	3565
Langsiktig gjeld	50399	51862	55629	57871	59108	62427
Herav:						
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner <sup>4)</sup>	44671	44748	46444	47463	47883	48653
Egenkapital	2020	2027	2096	2468	2471	2479
Andre passiva	912	1342	1303	1093	1084	1431
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>55573</b>	<b>57572</b>	<b>61520</b>	<b>64566</b>	<b>65902</b>	<b>69902</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 22. Balansedrag for livsforsikringselskaper (Mill. kroner)

	30/6 1984	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985	31/12 1985
Kassebeholdning og bankinnskudd	2447	2179	3638	2941	3087	2887	5212
Statsobligasjoner	7510	7640	7622	9274	9764	9148	9362
Statsbankobligasjoner	303	279	279	268	266	299	272
Andre norske ihendehaverobligasjoner	19374	19483	19798	20002	20195	21451	21273
Utlån til publikum	23101	23839	25135	26416	27865	29032	31074
Utlån til andre sektorer	1721	2005	2195	2449	2793	2993	3398
Andre spesifiserte aktiva	3574	3791	4293	4531	4760 <sup>1)</sup>	4982 <sup>1)</sup>	5277 <sup>1)</sup>
<b>Aktiva i alt</b>	<b>58030</b>	<b>59216</b>	<b>62960</b>	<b>65881</b>	<b>68730</b>	<b>70792</b>	<b>75868</b>

<sup>1)</sup> Herav omsettelige sertifikater 107 mill. kroner pr. 30/6 og 92 mill. kroner pr. 30/9 og 104 mill. kroner pr. 31/12.  
Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 23. Balansedrag for private- og komm.pensj.kasser og fond<sup>1)</sup> (Mill. kroner)

	30/6 1984	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985
Kassebeholdning og bankinnskudd	1984	1961	2537	2806	2933	2939
Norske ihendehaverobligasjoner	5239	5341	5437	5439	5701	5712
Utlån	5527	5590	5650	5704	5697	5861
Andre spesifiserte aktiva	509	562	683	683	813	888
<b>Aktiva i alt</b>	<b>13259</b>	<b>13454</b>	<b>14307</b>	<b>14632</b>	<b>15144</b>	<b>15400</b>

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

Tabell 24. Balansedrag for skadeforsikringselskaper (Mill. kroner)

	30/6 1984	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985
Kassebeholdning og bankinnskudd	4395	4486	5036	4742	4589	4918
Stats- og statsbankobligasjoner	261	189	302	603	674	663
Andre norske ihendehaverobligasjoner	457	625	484	334	408	440
Utlån til publikum	4694	4840	5072	5182	5393	5284
Utlån til andre sektorer	1364	1338	1368	1443	1282	1363
Andre spesifiserte aktiva	4992	4850	4698	4726	5102 <sup>1)</sup>	5372 <sup>1)</sup>
<b>Aktiva i alt</b>	<b>16163</b>	<b>16328</b>	<b>16960</b>	<b>17030</b>	<b>17448</b>	<b>18040</b>

<sup>1)</sup> Herav omsettelige sertifikater 44 mill. kroner pr.30/6 og 11 mill. kroner pr. 30/9.  
Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 25. Beholdning av ihendehaverobligasjoner i norske kroner fordelt på långivere (Mill. kroner)

	30/6 1984	30/9 1984	31/12 1984	31/3 1985	30/6 1985	30/9 1985
Folketrygdfondet	22809	23189	24021	24234	24942	25852
Postsparebanken og Postgiro	6971	6716	7079	7543	6456	6837
Livsforsikringselskaper	27187	27402	27719	29544	30225	30898
Forretningsbanker	31817	31223	30078	30551	29219	29999
Sparebanker	25106	24837	24665	24622	24005	24239
Norges Bank	8776	10002	6952	10129	8739	7548
Private og kommunale pensjonskasser og -fond	5239	5341	5437	5439	5701	5712
Andre (Residual)	14449	16593	20926	25513	25993	32573
<b>I alt<sup>1)</sup></b>	<b>142354</b>	<b>145303</b>	<b>146877</b>	<b>157575<sup>2)</sup></b>	<b>155280<sup>2)</sup></b>	<b>163658<sup>2)</sup></b>

<sup>1)</sup> Her satt lik den samlede ihendehaverobligasjonsgjeld i norske kroner, pålydende verdi. Siden institusjonenes beholdninger er oppført med bokført beløp, vil eventuelle kursjusteringer slå ut i restposten. Restposten omfatter også utlendingers beholdning av obligasjoner i norske kroner.

<sup>2)</sup> Anslag.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå.

Tabell 26. Innenlandsk kredittilførsel til private og kommuner (Mill. kroner)

	1983	1984	1985 <sup>3)</sup>	Anslag Nasj.budsj.	
				1985	1986
Forretnings- og sparebanker	13 734	34 510	51 215	35 000	23 000
Herav spesialkvote	1 002	1 118	1 123	1 200	1 000
Statsbanker <sup>1)</sup>	7 197	7 101	5 179	7 600	8 700
Private finansieringsselskaper	2 539	1 867	2 289	2 200	1 800
Skadeforsikringselskaper <sup>2)</sup>	531	452	286	700	750
Livsforsikring, pensjonskasser <sup>2)</sup>	4 520	5 049	5 953	7 000	7 500
Kredittforetak, obligasjonsmarkedet <sup>2)</sup>	9 292	7 986	12 231	8 300	7 800
Aksjemarkedet <sup>2)</sup>	2 325	3 828	9 247	3 800	4 000
Annen kreditt	997	1 198	308	0	-200
Innenlandsk kredittilførsel i alt	41 135	61 991	86 708	64 600	53 350

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

<sup>2)</sup> Tallene for 1985 er anslag basert på 2 eller 3 kvartaler.

<sup>3)</sup> Foreløpige tall.

Tabell 27. Garantier for lån fra/til publikum (Milliarder kroner)

Pr. utgangen av	1983			1984				1985			
	2.kv.	3.kv.	4.kv. <sup>1)</sup>	1.kv.	2.kv.	3.kv.	4.kv.	1.kv.	2.kv.	3.kv.	4.kv. <sup>2)</sup>
Garantert av:											
Private finansieringsselskaper	0,1	0,1	0,4	0,3	0,4	0,3	0,8	0,7	1,3	2,4	3,9
Skade-/kredittforsikrings- selskaper	4,5	4,5	4,5	4,5	4,4	4,7	5,0	5,3	5,9	6,5	9,1
Forretningsbanker	2,7	2,8	3,2	3,1	3,1	2,9	2,8	2,7	3,0	3,0	4,1
Sparebanker	2,0	2,2	2,7	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	3,3
I alt	9,3	9,6	10,8	10,2	10,1	10,0	10,8	10,9	12,4	14,2	19,4
Lån fra/til publikum formidlet av megler ifølge oppgaver fra meglerne til Bankinspeksjonen	7,4	8,9	10,3	10,1	9,7	9,9	11,2	11,6	13,3	14,7	..
Herav uten garanti	1,4	1,8	2,1	2,2	2,7	3,1	3,1	3,1	3,6	3,6	..
Markedslån i alt	10,7	11,4	12,9	12,4	12,8	13,1	13,9	14,2	16,0	17,8	..

<sup>1)</sup> Brudd i statistikken som følge av at garantibegrepet er presisert i henhold til rundskriv fra Bankinspeksjonen. Dessuten er garantier til/fra kommuner og statsforetak inkludert i tallene for bankene.

For de øvrige institusjonene er ny sektorspesifikasjon benyttet f.o.m. 31/12-84.

<sup>2)</sup> Foreløpige tall.

Tabell 28a. 1. Endringer i publikums likviditet etter kilde (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	Fra årsskiftet og fram til 30/11		Siste 12 mndr. pr. 30/11	
	1984	1985	1984	1985
I Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd m.v. ekskl. oljeskatter <sup>1)</sup> (-)	11 624	8 188	13 985	15 450
II Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner <sup>2)</sup> Herav:	2 286	-209	399	-148
Statsbankenes utlånsøkning	6 137	5 617	6 776	5 880
III Forretnings- og sparebankenes kredittilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	17 576	41 602	29 516	58 752
IV Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-2 321	-415	-4 576	-3 117
V Innenlandsk likviditetstilførsel (I+...IV)	29 165	49 166	39 324	70 935
VI Statens lån til Statoil	5 690	5 961	6 690	6 885
VII Forretnings- og sparebankenes utlån med valutalisens og kronelån til oljevirkosomhet	1 419	7 044	1 789	6 697
VIII Publikums netto valutasalg til de private banker, ekskl. salg i forbindelse med oljeskatter	-13 073	-43 141	-12 188	-42 816
IX Endring i publikums likviditet i alt (V+VI+VII+VIII) Herav:	23 201	19 030	35 615	41 701
Sedler og mynt	-60	948	1 124	2 043
Innskudd på anfordring	11 446	9 744	11 646	15 271
Ubenyttede kassekreditter og byggelån	3 039	6 755	3 281	8 281
Tidsinnskudd ekskl. banksparing med skattefradrag	8 776	1 583	19 564	16 106
X Endring i publikums likviditet i prosent av likviditetsmassen ved inngangen til perioden	10,1	6,9	16,3	16,4
(Oljeskatter)	38 550	45 870	38 627	45 984)

Fotnoter står under tabell 28 b.

Tabell 28a. 2. Endringer i publikums likviditet etter kilde. (I prosent av samlet likviditetsmasse ved inngangen til perioden.)

Likviditetstilførsel fra:	Regnskapstall		1/1-30/11		Siste 12 mndr. pr. 30/11		Tall for 1985 Nasjonalbudsjett	
	1984	1985	1984	1985	1984	1985	1986	Mrd. kr.
A. Sentralmyndighetene	7,1	..	6,0	2,9	6,6	6,0	7,5	20,7
Ved inntektsunderskudd <sup>3)</sup>	5,9	..	5,0	3,0	6,4	6,1	6,3	17,4
Ved lånetransaksjoner	1,2	..	1,0	-0,1	0,2	-0,1	1,2	3,3
B. Private banker <sup>4)</sup>	14,9	..	6,6	14,9	11,4	21,9	12,5	34,6
Innenlandsk likviditetstilførsel (A + B)	22,1	27,1 <sup>7)</sup>	12,6	17,8	18,0	27,9	20,0	55,3
Publikums netto valutasalg til private banker <sup>5)</sup>	-2,1	-11,6	-2,5	-10,9	-1,7	-11,5	-6,5	-18,0
Tilvekst i publikums likviditet	19,9	15,5	10,1	6,9	16,3	16,4	13,5	37,3

Fotnoter står under tabell 28 b.



Tabell 28b. Sammensetningen av publikums likviditet (Mill. kroner)

Beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kassekreditter og byggelån	Sum	Tidsinnskudd <sup>6)</sup>	Publikums likviditet i alt	Endring siste 12 mndr. i publikums likviditet i alt	
							Beløp	%
1970	7 284	8 270	6 420	21 974	28 050	50 024	5 708	12,9
1971	7 999	9 448	7 525	24 972	31 162	56 134	6 110	12,2
1972	8 754	11 321	8 355	28 430	34 310	62 740	6 606	11,8
1973	9 444	12 890	8 901	31 235	38 511	69 746	7 006	11,2
1974	10 779	14 581	9 821	35 181	42 243	77 424	7 678	11,0
1975	12 392	16 746	11 868	41 006	48 210	89 216	11 792	15,2
1976	14 257	19 760	13 663	47 680	56 782	104 462	15 246	17,1
1977	16 089	22 929	14 743	53 761	67 364	121 125	16 663	15,9
1978	17 060	24 930	15 796	57 786	76 774	134 560	13 435	11,1
1979	17 731	27 839	18 804	64 374	88 805	153 179	18 619	13,8
1980	18 822	32 324	19 769	70 915	100 128	171 043	18 837	12,4
1981	20 150	34 710	22 804	77 664	113 185	190 849	19 806	11,6
1982	20 929	40 818	25 411	87 158	123 725	210 883	20 034	10,5
1983	21 746	47 688	27 217	96 651	134 026	230 674	19 794	9,4
1984								
Januar	20 655	49 506	26 203	96 364	136 515	232 879	20 493	9,6
Februar	20 626	49 723	26 239	96 588	138 321	234 909	21 808	10,2
Mars	20 443	49 701	25 910	96 054	139 069	235 123	24 436	11,6
April	20 214	51 690	25 620	97 524	137 677	235 201	26 321	12,6
Mai	20 372	50 364	26 150	96 886	135 973	232 859	25 475	12,3
Juni	20 954	55 850	25 735	102 542	136 796	239 338	25 367	11,9
Juli	20 556	56 002	27 686	104 244	138 784	243 028	23 603	10,8
August	20 488	54 101	27 762	102 351	140 390	242 741	26 801	12,4
September	22 016	58 229	28 275	108 520	142 534	251 054	33 319	15,3
Oktober	21 673	58 665	28 995	109 333	144 799	254 132	32 620	14,7
November	21 686	59 134	30 256	111 076	142 802	253 878	35 615	16,3
Desember	22 781	64 661	31 782	119 224	157 325	276 549	45 872	19,9
1985								
Januar	22 064	64 207	30 861	117 132	157 067	274 199	41 320	17,7
Februar	22 220	64 440	29 894	116 554	157 589	274 143	39 234	16,7
Mars	22 087	66 100	30 275	118 462	157 862	276 324	41 201	17,5
April	21 574	65 464	29 713	116 751	154 024	270 775	35 574	15,1
Mai	21 727	66 845	30 734	119 306	151 342	270 648	37 789	16,2
Juni	22 411	71 752	31 148	125 311	154 008	279 319	39 981	16,7
Juli	22 095	72 442	35 085	129 622	155 746	285 368	42 340	17,4
August	22 114	69 229	34 991	126 334	160 352	286 686	43 945	18,1
September	23 225	73 216	35 506	131 947	160 753	292 700	41 646	16,6
Oktober	24 117	76 049	36 734	136 900	160 329	297 229	43 097	17,0
November	23 729	74 405	38 537	136 671	158 908	295 579	41 701	16,4
Desember <sup>7)</sup>	25 018	78 970	39 917	143 905	175 396	319 200	42 751	15,5

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

<sup>1)</sup> Nærmere definisjon av posten er gitt i nr. 4, 1984.

<sup>2)</sup> Omfatter publikums nettokjøp av statspapirer (-), finansieringsselskapenes 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, Post-giro og Postsparebanken (+).

<sup>3)</sup> Eksklusive oljeskatter.

<sup>4)</sup> Eksklusive valutalån med lisens og bankenes kronelån til oljevirksomhet.

<sup>5)</sup> Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter, men inklusive valutalån med lisens fra forretnings- og sparebanker, statens lån til Statoil og bankenes kronelån til oljevirksomhet.

<sup>6)</sup> Ekskl. banksporing med skattefradrag, inkl. banksertifikater.

<sup>7)</sup> Forelopige tall.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.

Tabell 29. Forretningsbanker. Rente- og provisjonssatser på nye utlån i norske kroner<sup>1)</sup>

	3. kvartal 1984		4. kvartal 1984		1. kvartal 1985		2. kvartal 1985		3. kvartal 1985	
	Lavest	Høyest	Lavest	Høyest	Lavest	Høyest	Lavest	Høyest	Lavest	Høyest
<b>Veksler</b>										
Rente	12,1	14,2	11,4	13,3	11,5	13,4	11,9	14,5	11,9	13,9
Provisjon	1,1	1,4	1,0	1,3	1,0	1,3	1,0	1,3	1,1	1,3
Engangsprovisjon	0,3	0,4	0,2	0,6	0,3	0,6	0,3	0,6	0,3	0,6
<b>Utlån mot avbetalingskontrakter</b>										
Rente	13,2	14,3	12,8	13,9	12,8	13,9	12,8	13,9	12,8	13,8
Provisjon	0,8	0,8	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5
Engangsprovisjon	0,4	0,9	0,3	1,1	0,3	1,1	0,3	1,1	0,3	1,1
<b>Kassekreditter</b>										
Rente	11,0	11,7	10,9	11,3	10,8	11,3	10,8	11,3	10,8	11,3
Provisjon	1,0	1,2	1,0	1,2	1,0	1,3	1,0	1,2	1,0	1,2
Engangsprovisjon	0,6	0,6	0,6	0,9	0,6	0,9	0,6	0,9	0,6	0,9
<b>Boligbyggelån godkjent av statens boligbanker</b>										
Rente	9,6	9,7	9,6	9,6	9,6	9,6	9,7	9,7	9,7	9,7
Provisjon	1,3	1,4	1,3	1,4	1,3	1,4	1,3	1,4	1,3	1,4
Engangsprovisjon	0,5	0,5	0,5	0,7	0,5	0,8	0,5	0,8	0,5	0,8
<b>Byggelån i alt ekskl. boligbyggelån godkjent av statens boligbanker</b>										
Rente	11,0	11,4	10,8	11,4	10,8	11,4	10,8	11,4	10,8	11,4
Provisjon	1,3	1,5	1,3	1,5	1,3	1,5	1,3	1,5	1,3	1,5
Engangsprovisjon	0,5	0,5	0,5	0,7	0,5	0,7	0,5	0,7	0,5	0,8
<b>Andre utlån under ett år</b>										
Rente	11,6	15,6	11,7	15,5	11,4	15,6	11,3	15,4	11,1	15,3
Provisjon	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Engangsprovisjon	0,6	0,7	0,6	0,9	0,6	1,0	0,6	0,9	0,5	0,8
<b>Parter i ansvarlig lånekapital</b>										
Rente	11,4	14,4	9,3	13,4	9,2	13,3	10,3	13,2	9,4	13,2
Provisjon	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Engangsprovisjon	0,4	0,4	0,3	0,7	0,3	0,6	0,3	0,6	0,3	0,6
<b>PSV-lån</b>										
Rente	11,5	11,9	11,2	11,7	11,2	11,7	11,3	11,8	11,3	11,8
Provisjon	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Engangsprovisjon	0,5	0,6	0,5	0,8	0,5	0,8	0,5	0,8	0,5	0,8
<b>Andre utlån ett år og over</b>										
Rente	11,5	15,6	10,6	15,3	10,6	15,3	10,6	15,3	10,6	15,3
Provisjon	0,0	0,3	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Engangsprovisjon	0,7	0,7	0,7	0,9	0,7	0,9	0,7	1,2	0,7	1,2
<b>Utlån i alt</b>										
Rente	11,3	13,6	10,8	13,4	10,7	13,4	10,7	13,4	10,7	13,5
Provisjon	0,5	0,7	0,5	0,7	0,5	0,7	0,5	0,6	0,5	0,6
Engangsprovisjon	0,6	0,6	0,6	0,9	0,6	0,9	0,6	1,0	0,6	1,0
<b>Kortsiktige utlån<sup>2)</sup></b>										
Rente	11,1	12,1	11,0	11,9	10,9	11,9	10,9	11,9	10,8	11,9
Provisjon	0,9	1,2	0,9	1,1	0,9	1,1	0,9	1,1	0,9	1,1
Engangsprovisjon	0,6	0,6	0,6	0,8	0,6	0,9	0,6	0,9	0,6	0,8
<b>Mellomlange og langsiktige utlån<sup>2)</sup></b>										
Rente	11,5	15,6	10,5	15,3	10,6	15,3	10,6	15,3	10,6	15,2
Provisjon	0,0	0,3	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Engangsprovisjon	0,7	0,7	0,7	0,9	0,7	0,9	0,7	1,2	0,7	1,2

<sup>1)</sup> Rente og provisjon i prosent p.a. Fra 3. kvartal 1984 er rente og provisjonssatsene uttrykt ved halvårlige forskuddsterminer.

Engangsprovisjon i prosent av lånebeløp.

Rente- og provisjonssatsene er veide gjennomsnitt av det de enkelte banker oppgir som vanlig laveste, henholdsvis høyeste sats for de forskjellige arter av utlån. Provisjonssatsene for kassekreditt og byggelån refererer seg til bevilgede beløp.

<sup>2)</sup> 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 og over.

Merk: Oppgavene fra bankene er for øvrig beheftet med en viss usikkerhet, og små endringer i tallene må ikke tillegges noen vekt.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 30. Sparebanker. Rente- og provisjonssatser på nye utlån i norske kroner<sup>1)</sup>

	3. kvartal 1984		4. kvartal 1984		1. kvartal 1985		2. kvartal 1985		3. kvartal 1985	
	Lavest	Høyest	Lavest	Høyest	Lavest	Høyest	Lavest	Høyest	Lavest	Høyest
<b>Veksler</b>										
Rente	12,9	14,0	13,0	13,7	13,0	13,7	13,1	14,0	13,0	14,0
Provisjon	0,6	0,8	0,6	0,8	0,6	0,9	0,5	0,8	0,5	0,9
Engangsprovisjon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Utlån mot avbetalingskontrakter</b>										
Rente	14,2	15,1	14,2	15,1	13,3	14,8	13,3	14,7	13,6	14,5
Provisjon	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Engangsprovisjon	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3
<b>Kassekreditter</b>										
Rente	11,0	12,0	10,8	11,9	10,8	11,9	10,7	11,8	10,7	11,8
Provisjon	0,2	1,2	0,4	1,2	0,4	1,2	0,4	1,2	0,4	1,2
Engangsprovisjon	0,2	0,3	0,5	0,6	0,5	0,6	0,4	0,5	0,4	0,6
<b>Boligbyggelån godkjent av statens boligbanker</b>										
Rente	9,6	10,3	9,7	9,8	9,6	9,8	9,6	9,7	9,6	9,7
Provisjon	1,1	1,3	1,1	1,3	1,1	1,3	1,1	1,3	1,1	1,3
Engangsprovisjon	0,1	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	0,4
<b>Byggelån i alt ekskl. boligbyggelån godkjent av statens boligbanker</b>										
Rente	11,2	11,7	11,1	11,6	11,1	11,8	11,1	11,7	11,0	11,6
Provisjon	1,3	1,8	1,2	1,3	1,2	1,4	1,2	1,4	1,2	1,4
Engangsprovisjon	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,4
<b>Andre utlån under ett år</b>										
Rente	12,0	15,0	11,8	14,7	11,6	14,7	11,5	14,7	11,5	14,8
Provisjon	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Engangsprovisjon	0,5	0,7	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,7	0,6	0,8
<b>Parter i ansvarlig lånekapital</b>										
Rente	12,0	14,3	11,9	14,2	11,9	14,1	12,0	14,2	12,0	14,1
Provisjon	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Engangsprovisjon	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
<b>PSV-lån</b>										
Rente	11,3	12,2	11,2	12,0	10,5	11,3	11,1	12,0	11,1	12,0
Provisjon	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Engangsprovisjon	0,4	0,6	0,4	0,6	0,4	0,5	0,4	0,6	0,4	0,7
<b>Andre utlån ett år og over</b>										
Rente	11,0	14,4	10,6	13,9	10,4	13,5	10,4	13,9	10,5	13,9
Provisjon	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Engangsprovisjon	0,5	0,7	0,6	0,7	0,5	0,7	0,6	0,7	0,6	0,8
<b>Utlån i alt</b>										
Rente	11,0	13,5	10,7	13,2	10,5	13,0	10,6	13,2	10,6	13,2
Provisjon	0,2	0,4	0,2	0,4	0,2	0,4	0,2	0,4	0,2	0,4
Engangsprovisjon	0,4	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,7	0,5	0,7
<b>Kortsiktige utlån<sup>2)</sup></b>										
Rente	11,2	12,3	11,0	12,1	11,0	12,2	10,9	12,1	11,0	12,3
Provisjon	0,5	1,3	0,6	1,1	0,6	1,1	0,6	1,1	0,6	1,1
Engangsprovisjon	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,6
<b>Mellomlange og langsiktige utlån<sup>2)</sup></b>										
Rente	11,0	14,4	10,6	13,9	10,4	13,5	10,4	13,9	10,5	13,9
Provisjon	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Engangsprovisjon	0,5	0,7	0,5	0,7	0,5	0,7	0,6	0,7	0,6	0,8

Noter, se tabell 30.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 31. Forretningsbanker. Rentesatser på nye bankinnskudd fra kunder i norske kroner (Prosent p.a.)<sup>1)</sup>

	Follo- innskudd	Løns- konti	Anfor- dring i alt	3mndr. oppsigelse	12 mndr. oppsigelse	Langtids- sparing	Termin og andre vilkår under 1 år	1 år og over	Bundne innskudd i alt	Tids- innskudd	Alle innskudd
3. kvartal 1983											
Lavest	0,6	5,1	2,6	5,2	5,9	8,7	7,6	8,2	8,0	7,3	6,1
Høyest	2,0	8,3	4,9	5,3	8,3	10,8	13,3	12,5	8,6	11,1	9,6
4. kvartal 1983											
Lavest	0,4	5,1	2,5	5,2	6,2	8,8	7,3	9,3	8,1	7,2	6,1
Høyest	2,2	8,4	5,0	5,3	8,4	10,8	13,3	12,0	8,7	11,1	9,6
1. kvartal 1984											
Lavest	0,4	5,0	2,4	5,2	6,2	9,0	7,8	9,3	8,1	7,5	6,4
Høyest	2,3	8,7	5,0	5,3	8,4	10,8	13,4	11,7	8,7	11,2	9,9
2. kvartal 1984											
Lavest	0,5	5,1	2,6	5,2	6,2	8,8	7,6	10,0	8,2	7,4	6,2
Høyest	2,4	8,6	5,2	5,3	8,7	10,8	12,9	12,2	8,7	11,0	9,5
3. kvartal 1984											
Lavest	0,6	5,1	2,6	5,2	6,1	8,0	7,8	9,9	8,2	7,5	6,4
Høyest	2,5	8,8	5,4	5,3	8,7	10,8	13,3	12,1	8,7	11,2	9,9
4. kvartal 1984											
Lavest	0,4	5,0	2,2	5,2	6,1	7,8	7,8	9,6	8,5	7,6	6,3
Høyest	2,8	9,1	5,3	5,3	8,5	10,8	13,3	11,8	9,1	11,4	9,9
1. kvartal 1985											
Lavest	0,5	5,0	2,5	5,2	6,0	7,7	7,3	9,6	8,5	7,2	6,1
Høyest	3,0	9,2	5,7	5,3	8,5	10,8	12,9	11,8	9,1	11,2	9,9
2. kvartal 1985											
Lavest	0,4	5,1	2,5	5,2	6,0	7,6	7,6	9,2	8,5	7,4	6,1
Høyest	2,9	9,6	5,9	5,3	8,8	10,8	12,8	11,5	9,1	11,1	9,7
3. kvartal 1985											
Lavest	0,4	5,1	2,4	5,3	5,9	7,7	7,7	9,0	8,5	7,4	6,1
Høyest	2,8	9,7	5,6	5,3	8,9	10,9	12,7	11,3	9,1	11,1	9,7

<sup>1)</sup> Se merknad til tabell 30.

Kilde: Norges Bank



Tabell 32. Sparebanker. Rentesatser på nye bankinnskudd fra kunder i norske kroner (Prosent p.a.)<sup>1)</sup>

	Folio- innskudd	Lønns- konti	Anfor- dring i alt	3 mndr. oppsigelse	12 mndr. oppsigelse	Langtids- sparing	Termin og andre vilkår 1 år og over	Bundne innskudd	Tids- innskudd i alt	Alle innskudd
1. kvartal 1983										
Lavest	1,5	5,0	3,8	4,8	7,0	8,8	6,6	8,4	7,0	6,3
Høyest	3,2	7,6	6,0	5,6	8,2	11,1	13,1	7,8	9,7	8,8
4. kvartal 1983										
Lavest	1,6	5,0	3,8	4,8	7,0	8,9	7,4	8,4	7,3	6,5
Høyest	3,2	7,7	6,1	5,6	8,2	11,1	13,2	8,8	9,8	9,0
1. kvartal 1984										
Lavest	2,1	5,0	3,9	4,8	7,0	8,9	7,4	8,6	7,3	6,6
Høyest	3,7	8,1	6,4	5,8	8,3	10,8	12,9	8,6	9,7	9,0
2. kvartal 1984										
Lavest	2,2	5,0	4,0	4,8	7,3	8,9	7,5	8,6	7,4	6,6
Høyest	3,9	8,4	6,8	5,7	8,4	10,9	13,1	8,6	9,8	9,1
3. kvartal 1984										
Lavest	2,3	5,0	4,0	4,8	7,3	9,2	7,5	8,6	7,5	6,7
Høyest	3,9	8,5	6,7	5,7	8,4	10,9	13,1	8,7	10,0	9,3
4. kvartal 1984										
Lavest	2,1	4,6	3,7	4,8	7,2	9,2	7,7	8,6	7,6	6,7
Høyest	4,3	8,0	6,6	5,7	8,5	11,1	13,1	8,7	10,2	9,3
1. kvartal 1985										
Lavest	2,5	5,0	4,1	4,8	7,3	9,2	7,7	8,6	7,6	6,8
Høyest	5,0	8,8	7,5	5,7	8,5	11,1	13,1	8,7	10,3	9,6
2. kvartal 1985										
Lavest	2,1	5,0	4,0	4,9	7,3	9,2	7,9	8,6	7,8	6,7
Høyest	5,9	8,9	7,8	6,1	8,5	11,0	13,1	9,0	10,5	9,7
3. kvartal 1985										
Lavest	2,2	5,0	4,0	4,9	7,3	9,2	8,1	8,5	7,9	6,9
Høyest	5,9	9,2	8,0	6,2	8,7	11,0	13,0	9,0	10,7	10,0

1) Se merknad til tabell 30.

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Kortsiktige rentesatser (Prosent p.a.)

		Interbankrenten – dagslån		Renter på NOK, beregnet på grunnlag av terminkurser.		Marginalrenten på bankenes lån i Norges Bank pr. utgangen av måneden <sup>1)</sup>	Gjennomsnittrenten på bankenes lån i Norges Bank	
		Gjennomsnitt		Gjennomsnitt				
				1 mnd.	3 mnd.			
1983	Januar	12,1	11,8	13,6	13,6	11,0	9,1	
	Februar	11,4		13,1	13,7	11,0		
	Mars	12,3		12,6	14,0	14,0		10,6
	April	12,9		12,8	13,7	13,4		10,8
	Mai	13,7		12,3	14,2	13,7		10,0
	Juni	11,9		11,9	13,1	13,2		10,7
	Juli	11,9		12,3	13,1	13,1		11,8
	August	12,6		11,9	13,0	13,0		12,5
	September	11,6		12,4	12,9	13,1		8,9
	Oktober	12,1		11,9	13,4	13,2		11,9
	November	12,4		12,4	13,3	13,0		10,5
	Desember	12,3		12,8	12,8	12,6		13,4
1984	Januar	13,1	12,4	13,1	13,0	11,1	9,9	
	Februar	11,7		13,1	13,1	12,2		
	Mars	13,3		13,1	13,4	13,4		10,4
	April	12,9		13,1	13,4	13,3		12,9
	Mai	13,0		13,0	13,1	12,9		11,3
	Juni	12,9		12,3	12,6	12,6		13,1
	Juli	11,8		12,3	12,5	12,6		9,9
	August	12,8		12,5	12,7	12,6		13,0
	September	12,0		12,5	13,2	13,3		10,6
	Oktober	12,9		12,8	13,2	13,2		12,8
	November	13,1		12,8	13,2	13,1		10,9
	Desember	12,5		12,9	12,9	13,1		12,6
1985	Januar	10,7	11,8	12,6	12,6	10,0	10,7	
	Februar	12,8		12,3	12,3	13,6		
	Mars	11,6		12,5	12,4	12,6		10,6
	April	13,4		12,9	13,0	12,7		13,6
	Mai	12,6		12,5	12,6	12,7		12,7
	Juni	13,1		12,5	12,6	12,5		13,7
	Juli	12,3		12,5	12,5	12,6		11,3
	August	12,7		11,8	12,3	12,5		13,7
	September	11,8		11,8	12,3	12,5		9,9
	Oktober	11,8		12,4	12,3	12,5		13,1
	November	12,2		12,4	12,1	12,4		12,4
	Desember	12,5		12,3	12,3	12,5		13,0
1986	Januar	13,1		13,0	13,0	13,2		

<sup>1)</sup> Marginalrenten er renten på bankenes dyreste lån i Norges Bank.

Note: Renten fra og med januar 1986 for 1 og 3 mnd. NOK er ikke sammenlignbar med de tidligere månedene p.g.a. omlegging i statistikken.

Kilde: Norges Bank

Tabell 34. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlansform pr. utgangen av året (Prosent p.a.)

	Pantelån		Poliselån	Andre utlån	Utlån i alt
	I alt	Herav til boligformål			
Alle utlån:					
1980	9,5	9,2	9,9	9,9	9,6
1981	10,4	9,9	9,9	11,5	10,6
1982	11,2	10,8	10,9	12,0	11,3
1983	11,9	11,5	11,9	12,4	12,0
1984	11,2	10,9	11,8	12,0	11,3
Nye utlån:					
1980					
Lavest	10,5	10,0	10,0	10,0	10,4
Høyest	10,9	10,1	10,0	11,9	11,0
1981					
Lavest	11,0	10,0	10,3	10,1	10,4
Høyest	11,7	10,1	10,3	12,0	11,1
1982					
Lavest	12,1	11,6	10,9	12,0	12,1
Høyest	12,4	11,8	10,9	14,5	12,8
1983					
Lavest	12,1	11,6	11,9	12,5	12,1
Høyest	12,3	11,8	11,9	12,6	12,3
1984					
Lavest	11,3	10,9	11,7	11,7	11,4
Høyest	11,7	11,4	11,7	12,3	11,8

Note: Med virkning fra 1984 er alle rente- og provisjonssatser uttrykt ved forskuddsrente med to terminer (halvårlig kapitalisering).

Kilde: Norges Bank

Tabell 35. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner pr. utgangen av året<sup>1)</sup>

	1981		1982		1983		1984	
	Renter	Renter og provisjoner	Renter	Renter og provisjoner	Renter	Renter og provisjoner	Renter	Renter og provisjoner
<b>Veksler</b>								
Forretningsbanker	12,7	13,6	13,5	14,6	13,3	14,2	13,0	13,8
Sparebanker	13,5	14,1	13,7	14,2	13,9	14,2	13,2	13,6
I alt	12,8	13,7	13,5	14,5	13,3	14,2	13,0	13,8
<b>Utlån mot avbetalingskontrakter</b>								
Forretningsbanker	13,4	13,5	13,9	14,1	14,2	14,3	13,9	13,9
Sparebanker	14,2	14,4	14,8	14,9	14,8	15,1	14,3	14,7
I alt	13,6	13,7	17,4	14,2	14,4	14,5	14,0	14,1
<b>Kassekreditter</b>								
Forretningsbanker	12,6	14,9	12,7	14,7	11,8	13,6	11,3	12,8
Sparebanker	12,2	14,1	12,5	14,3	12,3	13,8	11,2	12,4
I alt	12,5	14,7	12,6	14,6	12,0	13,6	11,3	12,7
<b>Boligbyggelån godkjent av statens boligbanker</b>								
Forretningsbanker	8,5	10,9	9,7	12,2	10,1	12,3	10,1	12,2
Sparebanker	8,1	10,2	9,7	11,8	10,2	12,1	9,9	11,7
I alt	8,3	10,5	9,7	11,9	10,2	12,2	10,0	11,9
<b>Byggelån i alt ekskl. boligbyggelån godkjent av statens boligbanker</b>								
Forretningsbanker	11,6	14,0	11,7	14,1	11,6	13,8	11,3	13,0
Sparebanker	11,3	13,5	11,7	13,8	11,9	14,0	11,2	13,0
I alt	11,5	13,8	11,7	14,0	11,7	13,9	11,3	13,0
<b>Andre utlån under ett år</b>								
Forretningsbanker	11,3	11,3	12,4	12,4	11,5	11,5	11,2	11,2
Sparebanker	13,6	13,6	13,9	13,9	13,5	13,5	12,7	12,7
I alt	11,9	11,9	12,8	12,8	12,1	12,1	11,6	11,6
<b>Parter i ansvarlig lånekapital</b>								
Forretningsbanker	11,0	11,0	12,2	12,2	11,7	11,7	9,9	9,9
Sparebanker	11,7	11,7	9,2	9,2	10,0	10,0	5,2	5,2
I alt	11,1	11,1	11,4	11,4	11,0	11,0	7,6	7,6
<b>PSV-lån</b>								
Forretningsbanker	9,3	9,3	10,6	10,6	11,6	11,6	11,5	11,5
Sparebanker	9,8	9,8	10,9	10,9	11,7	11,7	11,7	11,7
I alt	9,6	9,6	10,8	10,8	11,7	11,7	11,6	11,6
<b>Andre utlån ett år og over</b>								
Forretningsbanker	12,2	12,2	12,8	12,8	12,6	12,6	12,1	12,1
Sparebanker	11,9	11,9	12,5	12,5	12,7	12,7	12,2	12,2
I alt	12,1	12,1	12,6	12,6	12,6	12,6	12,1	12,1
<b>Utlån i alt</b>								
Forretningsbanker	12,1	13,1	12,6	13,4	12,2	12,8	11,8	12,3
Sparebanker	11,7	12,3	12,3	12,8	12,5	12,9	11,9	12,2
I alt	12,0	12,7	12,4	13,1	12,4	12,9	11,8	12,2
<b>Kortsiktige utlån<sup>2)</sup></b>								
Forretningsbanker	12,4	14,3	12,6	14,3	11,9	13,3	11,4	12,6
Sparebanker	12,1	13,8	12,5	14,1	12,5	13,9	11,5	12,7
I alt	12,3	14,1	12,5	14,3	12,1	13,5	11,4	12,6
<b>Mellomlange og langsiktige utlån<sup>2)</sup></b>								
Forretningsbanker	12,2	12,2	12,7	12,7	12,6	12,6	12,1	12,1
Sparebanker	11,9	11,9	12,5	12,5	12,7	12,7	12,1	12,1
I alt	12,1	12,1	12,6	12,6	12,6	12,6	12,1	12,1

<sup>1)</sup> Rente- og provisjonssatsene er veide gjennomsnitt i prosent p.a. Provisjonssatsene for kassekreditter og byggelån er beregnet ved å ta hensyn til utnyttingsgraden av bevilgede beløp i de enkelte banker.

Se note til tabell 35.

<sup>2)</sup> Se fotnote 2 til tabell 30.

Kilde: Norges Bank.



Tabell 36. Forretningsbankenes utlån etter utlånsform og rentesats inkl. løpende provisjoner<sup>1)</sup>.  
Pr. 31. desember 1984

Rente- intervall	Kassekreditter		Kortsiktige utlån <sup>2)</sup>		Mellomlange og langsigtede utlån <sup>2)</sup>		Utlån i alt	
	Gj.sn. rente- og prov.sats	Andel av utlån	Gj.sn. rente- og prov.sats	Andel av utlån	Gj.sn.- rente- og prov.sats	Andel av utlån	Gj.sn. rente- og prov.sats	Andel av utlån
0-4,99	1,67	2,7	0,81	4,8	1,90	2,4	1,27	3,2
5,0-5,99	5,84	0,3	5,71	0,3	5,51	1,2	5,54	0,8
6,0-6,99	6,45	0,1	6,40	0,2	6,34	1,0	6,35	0,6
7,0-7,99	7,73	0,2	7,63	0,5	7,64	1,0	7,64	0,8
8,0-8,99	8,26	0,4	8,33	0,7	8,30	1,7	8,30	1,2
9,0-9,99	9,47	0,3	9,64	0,4	9,46	1,1	9,50	0,8
10,0-10,99	10,44	2,0	10,50	2,6	10,56	4,5	10,56	3,8
11,0-11,99	11,68	10,2	11,65	9,0	11,61	21,3	11,59	18,9
12,0-12,99	12,70	58,5	12,68	42,5	12,41	34,2	12,53	36,2
13,0-13,99	13,55	13,5	13,51	21,0	13,40	21,4	13,44	20,7
14,0-14,99	14,45	3,7	14,40	8,1	14,37	6,6	14,38	6,9
15,0-15,99	15,27	3,3	15,33	4,7	15,24	3,4	15,28	3,8
16,0-16,99	16,51	1,4	16,46	1,6	16,30	0,2	16,43	0,8
17,0-17,99	17,34	0,8	17,40	1,6	17,87	0,0	17,42	0,7
18,0-18,99	18,52	1,1	18,50	0,8	18,27	0,0	18,49	0,3
19,0-19,99	19,27	0,1	19,42	0,1	19,46	0,0	19,42	0,1
20,0 og over	23,32	1,4	23,61	1,1	22,60	0,0	23,51	0,4
I alt	12,80	100,0	12,61	100,0	12,07	100,0	12,26	100,0

Noter, se tabell 36.  
Kilde: Norges Bank.

Tabell 37. Sparebankenes utlån etter utlånsform og rentesats inkl. løpende provisjoner<sup>1)</sup>.  
Pr. 31. desember 1984

Rente- intervall	Kassekreditter		Kortsiktige utlån <sup>2)</sup>		Mellomlange og langsigtede utlån <sup>2)</sup>		Utlån i alt	
	Gj.sn. rente- og prov.sats	Andel av utlån	Gj.sn. rente- og prov.sats	Andel av utlån	Gj.sn.- rente- og prov.sats	Andel av utlån	Gj.sn. rente- og prov.sats	Andel av utlån
0-4,99	0,18	2,0	0,82	1,9	1,52	1,3	1,32	1,4
5,0-5,99	5,70	0,0	5,48	0,2	5,24	0,3	5,27	0,3
6,0-6,99	6,34	0,0	6,47	0,1	6,38	0,5	6,39	0,4
7,0-7,99	7,50	0,0	7,57	0,4	7,42	1,0	7,44	0,8
8,0-8,99	8,47	0,0	8,36	0,3	8,27	2,1	8,27	1,6
9,0-9,99	9,61	1,4	9,62	1,3	9,49	1,0	9,53	1,1
10,0-10,99	10,28	1,8	10,35	1,5	10,56	3,7	10,55	3,3
11,0-11,99	11,65	26,5	11,65	16,9	11,50	22,4	11,51	23,5
12,0-12,99	12,59	49,0	12,58	42,1	12,29	35,7	12,34	36,5
13,0-13,99	13,33	9,9	13,40	19,5	13,23	21,3	13,26	20,0
14,0-14,99	14,15	4,4	14,31	8,9	14,20	7,5	14,22	7,4
15,0-15,99	15,59	1,2	15,35	3,3	15,09	2,9	15,15	2,8
16,0-16,99	16,44	1,4	16,37	1,4	16,06	0,3	16,26	0,5
17,0-17,99	17,49	0,4	17,43	0,5	17,02	0,0	17,32	0,1
18,0-18,99	18,27	0,9	18,32	0,8	18,00	0,0	18,30	0,2
19,0-19,99	19,37	0,2	19,41	0,2			19,41	0,0
20,0 og over	22,01	0,9	21,73	0,7			21,84	0,1
I alt	12,42	100,0	12,69	100,0	12,13	100,0	12,22	100,0

Noter, se tabell 36.  
Kilde: Norges Bank.

Tabell 38. Rente- og kredittprovisjonsinntekter i prosent av midlere trukne utlån til norske låntakere (Prosent p.a.)<sup>1)</sup>

	1981		1982		1983		1984	
	Renter	Renter og provisjoner	Renter	Renter og provisjoner	Renter	Renter og provisjoner	Renter	Renter og provisjoner
<b>Veksler</b>								
Forretningsbanker	12,7	15,6	13,0	16,2	13,0	16,0	13,7	17,1
Sparebanker	13,7	15,9	14,4	16,7	15,1	17,9	13,8	16,3
I alt	12,9	15,7	13,2	16,3	13,9	17,3	13,6	16,9
<b>Utlån mot avbetalingskontrakter</b>								
Forretningsbanker	13,3	14,6	13,7	15,2	14,5	16,1	14,3	15,9
Sparebanker	13,4	14,3	14,2	15,4	14,8	16,1	14,5	15,7
I alt	13,3	14,6	13,8	15,3	14,5	16,1	14,3	15,8
<b>Kassekreditter</b>								
Forretningsbanker	13,4	16,8	14,1	17,4	14,0	17,1	13,3	16,2
Sparebanker	12,5	15,4	13,4	16,3	13,2	16,1	11,9	14,6
I alt	13,2	16,5	13,9	17,1	13,8	16,8	12,9	15,7
<b>Boligbyggelån godkjent av statens boligbanker</b>								
Forretningsbanker	8,2	10,8	9,3	12,1	10,2	13,0	9,8	12,5
Sparebanker	8,1	10,3	9,0	11,3	9,9	12,2	9,4	11,5
I alt	8,1	10,5	9,1	11,6	10,1	12,6	9,6	12,0
<b>Byggelån i alt ekskl. boligbyggelån godkjent av statens boligbanker</b>								
Forretningsbanker	10,8	13,5	11,8	14,5	12,2	15,0	11,8	14,4
Sparebanker	11,0	13,4	11,8	14,1	11,9	14,3	11,8	14,1
I alt	10,9	13,5	11,8	14,3	12,1	14,7	11,8	14,3
<b>Andre utlån under ett år<sup>2)</sup></b>								
Forretningsbanker	12,4	13,0	13,5	14,1	13,5	13,9	13,3	13,7
Sparebanker	14,2	15,0	14,2	15,0	14,6	15,3	15,6	16,6
I alt	12,9	13,5	13,7	14,3	13,8	14,3	13,8	14,3
<b>Parter i ansvarlig lånekapital</b>								
Forretningsbanker	9,8	9,8	7,5	7,8	9,2	9,2	9,3	9,3
Sparebanker	9,8	10,4	11,9	11,9	10,2	10,3	10,6	10,7
I alt	9,8	9,9	8,4	8,7	9,5	9,5	9,8	9,8
<b>PSV-lån</b>								
Forretningsbanker	8,8	9,0	9,9	10,1	11,4	11,5	12,0	12,1
Sparebanker	9,9	10,0	10,5	10,7	11,9	12,0	12,4	12,5
I alt	9,4	9,6	10,2	10,3	11,7	11,8	12,2	12,3
<b>Andre utlån ett år og over</b>								
Forretningsbanker	12,3	12,6	13,0	13,3	13,2	13,5	13,3	13,7
Sparebanker	12,4	12,6	12,9	13,2	13,4	13,7	13,4	13,7
I alt	12,3	12,6	13,0	13,3	13,3	13,6	13,4	13,7
<b>Utlån i alt</b>								
Forretningsbanker	12,4	13,9	13,0	14,5	13,2	14,5	13,1	14,3
Sparebanker	12,1	12,9	12,7	13,6	13,1	13,9	13,1	13,9
I alt	12,2	13,4	12,9	14,1	13,2	14,3	13,1	14,1
<b>Kortsiktige utlån<sup>3)</sup></b>								
Forretningsbanker	12,8	15,7	13,5	16,3	13,6	16,2	13,1	15,5
Sparebanker	12,2	14,7	12,9	15,3	13,0	15,4	12,5	14,9
I alt	12,6	15,4	13,3	16,0	13,4	16,0	12,9	15,3
<b>Mellomlange og langsiktige utlån<sup>3)</sup></b>								
Forretningsbanker	12,3	12,6	12,9	13,2	13,2	13,5	13,2	13,6
Sparebanker	12,3	12,5	12,9	13,2	13,4	13,7	13,4	13,7
I alt	12,3	12,5	12,9	13,2	13,3	13,6	13,3	13,6

<sup>1)</sup> Prosentatsene for kredittprovisjoner i denne tabellen relaterer seg til trukne utlån og kan derved ha et annet innhold enn i tabell 30 og 31.

<sup>2)</sup> Rentesesatsen påvirkes sterkt av endringer i fordelingen på ulike typer utlån under denne utlånsart.

<sup>3)</sup> Se fotnote 2 til tabell 30.

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

Kilde: Norges Bank.

Tabell 39. Renteutgifter i prosent av midlere innskudd fra norske kunder (Prosent p.a.)

	Follo- innskudd	Lønns- konti	Anfor- dring i alt	3 mndr. oppsigelse	12 mndr. oppsigelse	Langtids- sparing	Termin og andre vilkår under 1 år	1 år og over	Bundne innskudd	Tids- innskudd i alt	Alle innskudd
<b>Forretnings- banker</b>											
1980	3,8	4,5	3,9	4,9	7,3	9,8	11,6	9,5	7,4	9,0	7,7
1981	6,5	5,3	6,1	4,8	7,4	10,0	12,5	10,7	7,4	9,7	8,4
1982	7,0	5,4	6,5	4,8	7,4	10,1	12,9	11,3	7,4	10,1	9,0
1983	6,8	6,4	6,6	5,0	7,5	10,7	12,1	11,5	7,7	10,0	8,8
1984	8,4	7,1	7,9	5,0	7,6	10,2	12,1	11,4	8,1	10,2	9,2
<b>Spare- banker</b>											
1980	2,4	5,0	4,0	5,0	7,4	9,7	10,9	8,7	7,5	7,4	6,6
1981	2,8	6,0	4,4	5,0	7,5	10,1	10,7	9,8	7,4	6,8	7,0
1982	3,7	6,0	4,9	5,0	7,6	10,1	11,6	11,8	7,6	8,1	7,6
1983	4,5	6,6	5,7	4,9	7,7	10,9	11,4	11,9	8,4	8,6	8,1
1984	5,3	7,2	6,5	5,1	7,7	10,8	11,4	12,0	8,6	9,1	8,5

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 40. Valutabankenes netto utestående valutaterminforretninger med andre sektorer mot oppgjør i norske kroner<sup>1)</sup> (Milliarder kroner)

Pr. utgangen av	Stats- og trygdeforvaltning	Norges Bank	Andre finansinst. <sup>2)</sup>	Publikum <sup>3)</sup>		Utlandet	Sum
				I alt	Herav oljev. og sjofart		
1983 Desember	0,2	-4,7	-1,4	7,8	4,3	2,2	4,1
1984 Januar	0,4	-3,8	-0,7	7,5	3,4	2,9	6,3
Februar	0,4	-5,5	-0,2	9,6	4,7	4,1	8,4
Mars	0,4	-8,8	-0,6	11,2	4,6	5,5	7,7
April	0,4	-0,9	-0,7	7,1	3,0	2,5	8,4
Mai	0,4	-3,6	-1,2	8,6	3,1	3,2	7,4
Juni	0,2	-2,6	-1,0	9,8	3,9	4,6	11,0
Juli	0,4	-5,5	-0,8	9,6	3,6	5,2	8,9
August	0,4	-5,3	-0,3	10,6	4,7	6,4	11,8
September	0,2	-6,6	-1,0	13,2	5,4	9,3	15,1
Oktober	0,0	-5,0	-1,2	9,9	4,0	5,6	9,3
November	0,0	-4,6	-0,8	11,2	4,9	6,3	12,1
Desember	0,0	-6,4	-1,2	12,5	5,0	7,0	11,9
1985 Januar	0,0	-8,3	-1,3	14,6	4,7	7,8	12,8
Februar	0,0	-7,3	-2,3	16,2	6,0	8,9	15,2
Mars	0,0	-5,8	-0,9	17,2	5,3	7,3	17,8
April	0,0	-0,4	-1,9	13,1	5,5	5,6	16,4
Mai	0,0	-0,2	-1,4	14,5	6,0	6,5	19,4
Juni	0,0	-1,3	-1,7	17,5	6,1	7,7	22,2
Juli	0,0	-1,4	-0,5	19,0	7,3	7,6	24,7
August	0,0	-3,5	0,3	21,0	8,1	9,9	27,7
September	0,0	-3,5	0,3	23,8	8,4	11,1	31,7
Oktober	0,0	0,0	0,9	18,6	3,5	6,7	26,2
November	0,0	0,0	1,4	19,3	6,6	6,6	27,3

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

<sup>2)</sup> Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

<sup>3)</sup> Omfatter kommuner, næringsliv og lønnstakere o.l.

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

Tabell 41. Bruttoutbetalinger (debiteringer) på boligbyggelånskonti i forretnings- og sparebankene (Mill. kroner)

	Pr. måned			Kumulerte utbetalinger				
	1983	1984	1985	1983	1984	1985	1984 i % av 1983	1985 i % av 1984
Januar	999	1187	1123	999	1187	1123	118,8	94,6
Februar	1034	1066	1010	2033	2253	2133	110,8	94,7
Mars	1406	1387	1267	3439	3640	3400	105,8	93,4
April	971	939	953	4410	4579	4353	103,8	95,1
Mai	997	900	1001	5407	5479	5354	101,3	97,7
Juni	1382	1253	1346	6789	6732	6700	99,2	99,5
Juli	1120	1056	1242	7970	7788	7942	97,7	102,0
August	1028	1008	1102	8937	8796	9044	98,4	102,8
September	1418	1340	1499	10355	10136	10543	97,9	104,0
Oktober	1390	1380	1438	11745	11516	11981	98,7	104,0
November	1472	1387	1312	13217	12903	13293	97,6	103,0
Desember	1596	1319		14813	14222		96,0	

Merk: På grunn av feil i primærmaterialet er tallene f.o.m. juni 1985 anslått på grunnlag av banker som står for ca. 60% av de samlede debiteringer.

Kilde: Oppgaver til Bankinspeksjonen. Statistisk Sentralbyrå.



## Norges Bank Oslo

	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Telex</i>
Hovedsetet	Postboks 336 Sentrum, 0101 Oslo 1	(02) 41 21 20	71369 nbank n
Valutaavdelingen	Postboks 735 Sentrum, 0105 Oslo 1	(02) 41 01 50	71375 nbfdp n

## Norges Banks seddel- og myntproduksjon

Norges Banks Seddeltrykkeri	Nedre Slottsgt. 1 b, 0157 Oslo 1	(02) 42 70 80	19888 nbs n
Den Kongelige Mynt	Postboks 53, 3601 Kongsberg	(03) 73 53 00	17211 mynt n

## Norges Banks avdelinger

Arendal	Postboks 23, 4801 Arendal	(041) 26 11 0	21760 nba n
Bergen	Postboks 699, 5001 Bergen	(05) 31 81 50	42155 nbber n
Bodo	Postboks 114, 8001 Bodo	(081) 21 06 0	64353 nbbo n
Drammen	Postboks 2278, Stromso, 3001 Drammen	(03) 83 74 91	19790 nbd n
Fredrikstad	Postboks 158, 1601 Fredrikstad	(032) 14 90 0	19820 nbfd n
Gjovik	Postboks 13, 2801 Gjovik	(061) 75 10 0	19830 nbgk n
Halden	Postboks 278, 1751 Halden	(031) 80 51 1	19840 nbhdn n
Hamar	Postboks 115, 2301 Hamar	(065) 27 75 4	19860 nbhm n
Hammerfest	Postboks 55, 9601 Hammerfest	(084) 11 34 4	64354 nbhf n
Haugesund	Postboks 233, 5501 Haugesund	(047) 28 50 0	42893 nbhd n
Kristiansand S.	Postboks 204, 4601 Kristiansand S.	(042) 23 07 0	21880 nbch n
Kristiansund N.	Postboks 80, 6501 Kristiansund N.	(073) 72 91 1	55261 nbcs n
Larvik	Postboks 140, 3251 Larvik	(034) 81 30 0	21890 nbl n
Lillehammer	Postboks 370, 2601 Lillehammer	(062) 50 04 5	71834 nblil n
Skien	Postboks 87, 3701 Skien	(035) 27 54 0	21107 nbsk n
Stavanger	Postboks 18, 4001 Stavanger	(04) 52 00 00	33047 nbsta n
Tromso	Postboks 475, 9001 Tromso	(083) 55 41 1	64141 nbtrm n
Trondheim	Postboks 564, 7001 Trondheim	(07) 52 80 60	55056 nbtrh n
Vardo	Postboks 68, 9951 Vardo	(085) 87 62 1	64355 nbvar n
Ålesund	Postboks 380, 6001 Ålesund	(071) 21 71 0	42894 nbaal n

