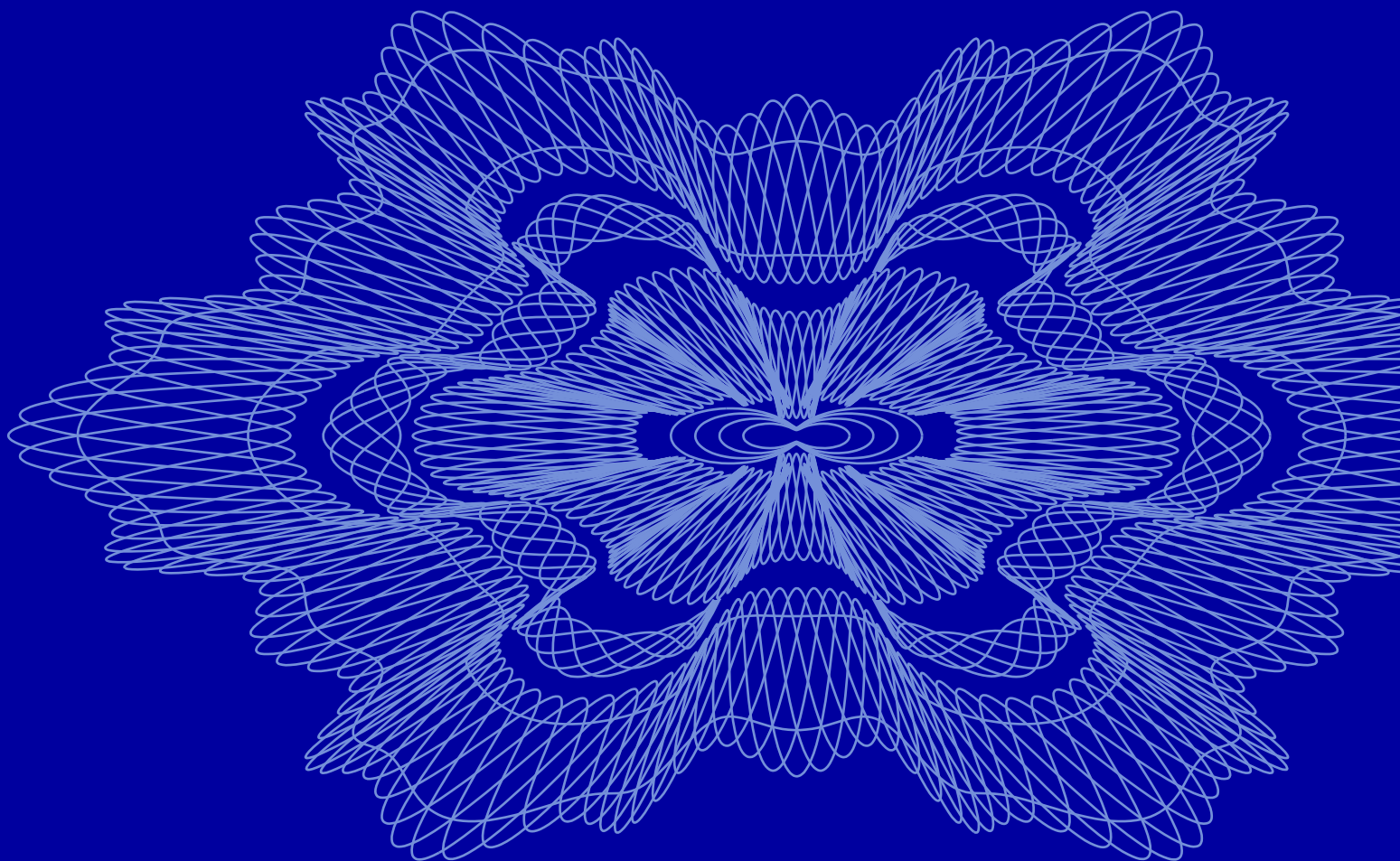




# Penger og Kreditt

2  
04

juni



Penger og Kreditt utgis hvert kvartal  
av Norges Bank, Oslo

Abonnement: Kr 250 pr. år (inkl. mva)

Bestilling kan foretas over Internett: [norges-bank.no](http://norges-bank.no), under «publikasjoner» eller ved innbetaling på  
bankgiro 0629.96.26.820

eller ved henvendelse til :

Norges Bank, Abonnementservice

Postboks 1179 Sentrum

0107 Oslo

Telefon: 22 31 63 83

Telefaks: 22 41 31 05

E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)

Ansv.redaktør: Svein Gjedrem

Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastøyl

Redaksjonsutvalg: Audun Grønn, Statistikkavdelingen (leder)

Helge Eide, Sentralbanksjefens stab for kapitalforvaltning

Arild J. Lund, Avd. for verdipapirmarkeder og internasjonal finans

Kåre Hagelund, Økonomisk avdeling

Nils Tore Eide, Stab og fellestjenester

Bent Vale, Forskningsavdelingen

Steinar Selnes, Norges Bank Kapitalforvaltning

*Standardtegn i tabeller:*

Redaksjonens adresse:

Norges Bank, Informasjonsavdelingen

Boks 1179 Sentrum

0107 Oslo

Telefaks: 22 31 64 10

Telefon: 22 31 60 00

Internett: [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

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

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

Ettertrykk med kildeangivelse er tillatt.

Omslag og grafisk utforming: Grid Strategisk Design AS

Sats og trykk: Reclamo grafisk senter AS

Teksten er satt med 10½ pkt. Times

Penger og Kreditt trykkes på miljøvennlig svanemerket papir

**ISSN-0332-5598**

Norges Banks adresser m.v.

	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Telefaks</i>
Hovedkontoret, Oslo	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	22 41 31 05
New York	17 State Street, New York NY 1004	21 2269 8050	
London	Ryder Court, 14 Ryder Street London SW1Y 6QB England	20 7968 2000	20 7321 2060
Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	22 31 66 58

## Artikkeldel

- Fleksibel inflasjonsstyring** ..... 76  
Visesentralbanksjef Jarle Bergo  
Med innføringen av et nytt mandat for pengepolitikken 29. mars 2001 fikk Norges Bank i oppgave å sikre lav og stabil inflasjon. Samtidig skal pengepolitikken bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetning. Prisstabilitet er en forutsetning for høy og stabil produksjon og sysselsetting over tid. I enkelte perioder kan det imidlertid inntreffe forstyrrelser som kan skape en konflikt på kort sikt. Hvordan utøver Norges Bank i praksis pengepolitikken for å kombinere disse hensynene?
- Internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer** ..... 84  
Johan Øverseth Røstøen  
Lav konsumprisvekst i Norge de siste årene kan for en stor del forklares av lave priser på importerte konsumvarer. Hvordan kan vi måle effekten av den utenlandske prisutviklingen på konsumprisen i Norge? Tradisjonelle prisindikatorer for konsumimport bygger på aggregert statistikk for utlandet og har en rekke svakheter. Norges Bank har beregnet en alternativ indikator basert på disaggregert informasjon om prisutviklingen for flere ulike varegrupper i hvert enkelt produsentland og importandelene fra de ulike landene.
- Hva påvirker gjeldsveksten i husholdningene?** ..... 91  
Dag Henning Jacobsen og Bjørn E. Naug  
Husholdningenes gjeld har økt med 10–11 prosent per år siden 2000. Artikkelen analyserer faktorer bak den sterke gjeldsveksten med utgangspunkt i en empirisk modell. Den viser at gjeldsøkningen særlig har sammenheng med utviklingen i boligmarkedet og med rentenedgangen siden desember 2002. Selv om boligprisene flater ut etter å ha økt, vil det i lang tid være boliger som selges til en høyere pris enn sist de ble omsatt. En økning i boligprisene vil derfor bidra til gjeldsvekst i en lang periode.

## Oversikter og tabelldel

- 20-krone minnemynt til jernbanens 150-årsjubileum** ..... 99
- Nytt på nett fra Norges Bank** ..... 100
- Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene** ..... 102
- Auksjonskalendere og opplegg for statspapirene 2004** ..... 103
- Tabeller** ..... 104

Redaksjonen avsluttet: 30. juni 2004

# Fleksibel inflasjonsstyring\*

Jarle Berge, visesentralbanksjef

**Med innføringen av et nytt mandat for pengepolitikken 29. mars 2001 fikk Norges Bank i oppgave å sikre lav og stabil inflasjon. Samtidig skal pengepolitikken bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetning. På sikt er det ikke noen konflikt mellom lav og stabil inflasjon og stabilitet i realøkonomien. Tvert imot vil prisstabilitet være en forutsetning for høy og stabil produksjon og sysselsetting over tid. I enkelte perioder kan det imidlertid inntreffe forstyrrelser som kan skape en konflikt på kort sikt. En må da foreta en avveining mellom hensynet til inflasjonsmålet og hensynet til realøkonomisk stabilitet. Dette er kjernen i fleksibel inflasjonsstyring. I denne artikkelen utdyper vi hvordan Norges Bank utøver fleksibel inflasjonsstyring i praksis.**

Prisstabilitet, i betydning lav og stabil inflasjon, er i de fleste land det overordnede målet for pengepolitikken. Historiske erfaringer fra Norge og andre land har vist at fravær av prisstabilitet har medført lav og ustabil produksjon og sysselsetning. Høy inflasjon eller deflasjon er både en årsak til og et symptom på systematiske ubalanser i ressursallokeringen.

Vi har hatt fire perioder med høy inflasjon de siste 100 årene: under de to verdenskrigene og Koreakrigen, samt en 15-års periode fra første halvdel av 1970-årene til andre halvdel av 1980-årene. Høy inflasjon er i Norge et krigsfenomen og et 70- og 80-tallsfenomen.

I 1973 opplevde de vestlige økonomier en konjunkturedgang som skulle vise seg å bli innledningen til en svært lang periode med svak vekst. For Vest-Europa under ett økte BNP med bare 2,7 prosent årlig fra 1973 til 1979, mot om lag 5 prosent de ti foregående årene. Dette negative skiftet i produktivitetsvekst skyldtes flere ting. Mange av produktivitetsgevinstene som fulgte overgangen fra primærnæringer til industri fra andre verdenskrig til 1970-tallet var uttømt. Overgangen til tjenesteøkonomien svekket vekstevnen, siden tjenesteytende næringer hadde en lavere produktivitetsvekst enn industrien. På toppen fikk vi et kostnadssjokk som følge av oljekrisen i 1973.

Konjunkturedgangen på 70-tallet ble i Norge møtt av en kraftig motkonjunkturpolitikk. Til tross for prisregulering og stigende arbeidsledighet steg prisveksten sterkt. Dette var et tegn på at det hadde skjedd strukturelle skift i økonomien på 70-tallet – skift som ikke ble oppdaget av datidens politiske og økonomiske miljø. Målet om full sysselsetting ble forsøkt forfulgt på bekostning av prisstabilitet<sup>1</sup>.

Historien viser at vi i lengden ikke får høyere vekst i bytte mot økt inflasjon. En økonomisk politikk som bidrar til inflasjon, skaper ikke økt økonomisk vekst. Tvert imot, den legger grunnlaget for senere nedgang og arbeidsledighet. En av de første som klart formulerte dette i den norske debatten, var daværende ekspedi-

sjonssjef i Finansdepartementet, Per Schreiner, som i 1982<sup>2</sup> skrev at:

*«I Norden har det lenge vært vanlig å se det som mulig å foreta et politisk valg mellom prisstabilitet og full sysselsetting. Mye taler for at denne valgmuligheten ikke eksisterer [...] Personlig er jeg ikke lenger i tvil om at det er avgjørende for å kunne nå andre samfunnsmessige mål at en behersker inflasjonen.»*

John Maynard Keynes foreslo på 1920-tallet at pengepolitikken skulle stabilisere prisenivået.<sup>3</sup> Dette har mye til felles med inflasjonsmål, men en forskjell er at et prisenivåmål innebærer at for høy prisvekst i en periode må motsvares av negativ prisvekst i den påfølgende perioden. Inflasjonsmål derimot tillater såkalt «base drift», det vil si at prisene ikke trenger å komme tilbake til et bestemt nivå.

Sverige hadde et slikt eksplisitt mål om prisstabilitet i perioden 1931-37.<sup>4</sup> Prismålet ble introdusert som en kriseløsning for å unngå deflasjonspress fra utlandet, og må sies å ha vært vellykket. Nedgangskonjunktoren i Sverige var betydelig mildere enn i mange andre land, og gjenopphevingen fra 1933 til 1938 var usedvanlig sterk.

I perioden etter andre verdenskrig fulgte en lang periode hvor prisstabilitet ble forsøkt nådd ved hjelp av ulike mellomliggende mål, som fast valutakurs og mål for vekst i pengemengden. Det første eksplisitte inflasjonsmålet ble innført i New Zealand i 1990. Deretter fulgte Canada (1991), Storbritannia (1992), Sverige og Australia (1993) etter. I Norge ble inflasjonsmål innført 29. mars 2001.

## Gjennomføring av pengepolitikken

I mandatet til Norges Bank heter det:

*«Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske*

\* Artikkelen bygger delvis på et foredrag med samme tittel som ble holdt på Samfunnsøkonomenes Forenings Valutaseminar i Gausdal 23. januar 2004

<sup>1</sup> Se omtale i Bjerve (1981).

<sup>2</sup> Se Schreiner (1982)

<sup>3</sup> Se Keynes (1923)

<sup>4</sup> Se Jonung og Berg (1998)

krones nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med første ledd rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

[... ]»

Det første avsnittet i mandatet fremstår som et formål. Det siste avsnittet sier mer spesifikt hva Norges Bank skal gjøre.

Den første setningen i mandatet omtaler kronens verdi. Stabilitet i kronens nasjonale verdi betyr at inflasjonen skal være lav og stabil. Lav og stabil inflasjon bidrar til økonomisk vekst og stabilitet i finans- og eiendomsmarkedet.

Forskriften sier også at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i kronens internasjonale verdi, herunder bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen.

Med åpen handel med utlandet og frie kapitalbevegelser, har vi ikke virkemidler til å finstyre kronekursen. Kronekursen svinger fra dag til dag, fra uke til uke og fra måned til måned. Kronen har styrket seg når aktiviteten i økonomien har vært høy og det har vært forventninger om høy rentedifferanse. Kronen har svekket seg når aktiviteten og rentedifferansen har avtatt. Slike variasjoner i kronekursen bidrar til å redusere behovet for store endringer i renten for å stabilisere økonomien. Samtidig er det en sterk tendens til at kronekursen vender tilbake til et nivå gitt ved prisnivået i Norge relativt til våre handelspartnere.<sup>5</sup>

At verdien på kronen i stor grad svinger i takt med konjunktorene, ser også ut til å være gjenspeilet i markedsaktørenes kursforventninger. Kursforventningene

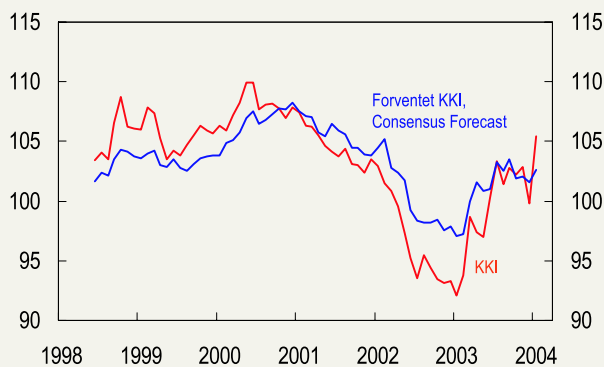
kan ikke observeres direkte, men informasjonen fra Consensus Forecast, som er en utvalgsundersøkelse blant norske og utenlandske makroøkonomiske miljøer, kan være en indikator. Figur 1 viser den faktiske handelsveide valutakursen (KKI, konkurransekursindeksen) og forventet KKI ett år fram i tid, fra 1998 (data fra Consensus Forecast er ikke tilgjengelig tidligere). Når kronen er «svak», er det en tendens til at forventet kurs ett år fram er sterkere enn den faktiske kursen. Tilsvarende, når kronen er sterk, er det en tendens til at forventet kurs ett år fram er svakere enn den faktiske kursen. I perioden 2002-2003 var det store endringer i kronekursen. Forventet kurs var imidlertid mindre volatil. Da kronen var på det sterkeste i andre halvår 2002, var forventet kurs ett år fram 3-5 prosent svakere. Det illustrerer både at kursforventningene ser ut til å være mer stabile enn den løpende utviklingen i kursen, og at det forventes at kronekursen i stor grad vender tilbake når den har ligget vesentlig utenfor et slags langsiktig likevektsnivå. Likevektsnivået for den nominelle kronekursen ligger imidlertid ikke fast over tid, men avhenger blant annet av pris- og kostnadsutviklingen i Norge relativt til våre handelspartnere.

Forskriftens § 1 sier at pengepolitikken i tillegg til over tid å holde inflasjonen rundt 2½ prosent også skal bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Mandatet etablerer dermed fleksibel inflasjonsstyring for pengepolitikken, hvor også variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt. Fordi inflasjonen er et monetært fenomen over tid, kan nivået inflasjonen skal stabiliseres rundt, velges av myndighetene. Hva produksjonen skal stabiliseres rundt, kan imidlertid ikke velges på samme måte.

Økonomien vokser over tid. Det følger av positiv produktivetsvekst og befolkningsvekst. Det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid, omtales i teorien som et potensielt nivå på produksjon (potential output). Det kan også tolkes som det produksjonen ville vært dersom priser og lønninger hadde vært helt fleksible. Det potensielle produksjonsnivået varierer blant annet som følge av svingninger i produktiviteten og teknologiske nyvinninger, men kan ikke påvirkes av pengepolitikken. Når økonomien vokser raskere enn det nivået som er forenlig med stabil inflasjon, vil det bygges opp et inflasjonspress. Når inflasjonen blir svært høy, blir husholdningene og bedriftene mer usikre på sine fremtidige inntekter og utgifter. Den samlede etterspørselen i økonomien vil derfor kunne gå ned. Erfaringsmessig blir perioder med høy inflasjon etterfulgt av nedgangsperioder. Over tid vil en ikke kunne opprettholde produksjon og sysselsetting på et høyere nivå enn det potensielle produksjonsnivået.

Pengepolitikken bidrag til å stabilisere produksjonen vil derfor være å avdempe svingningene rundt det potensielle nivået på produksjonen. Det potensielle nivået på produksjonen er imidlertid ikke-observerbart. Det er

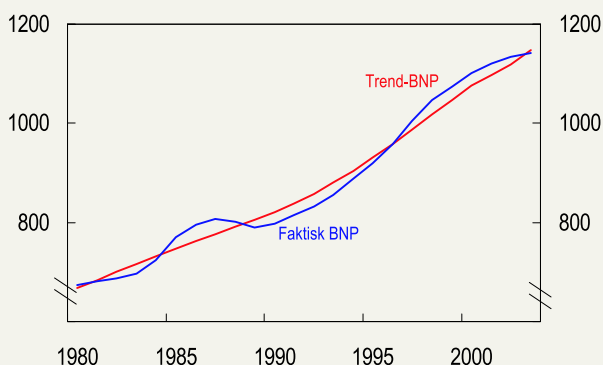
Figur 1 KKI og forventet KKI ett år fram i tid (Consensus Forecast)



Kilde: Norges Bank, Consensus Forecast

<sup>5</sup> Se Akram (2003)

**Figur 2** Faktisk BNP og trend-BNP i Fastlands-Norge .  
Milliarder kroner. Faste 2000-priser



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

også vanskelig å fange opp endringer i produktivitet og teknologi.

Som en tilnærming til å finne det potensielle produksjonsnivået kan en beregne en trendmessig produksjon, som innebærer en glatting av historiske BNP-tall. Figur 2 viser faktisk BNP og trend-BNP for Fastlands-Norge fra 1980.

Norges Bank tar i sine beregninger av trendveksten utgangspunkt i et såkalt HP filter (Hodrick Prescott filter), men tar i tillegg skjønnsmessig hensyn til andre elementer som strukturelle skift eller ferieendringer. Det er også et skjønnsspørsmål hvor glatt en tror trendveksten er.<sup>6</sup>

Produksjonsgapet måler avviket i produksjonen fra det potensielle produksjonsnivået. Det er flere måter å beregne produksjonsgapet på. Statistisk sentralbyrå (SSB) bruker i likhet med oss et HP-filter, men tar utgangspunkt i kvartalsvise data for BNP. Det er godt samsvar mellom produksjonsgapet som SSB og Norges Bank beregner, med unntak kanskje for den siste perio-

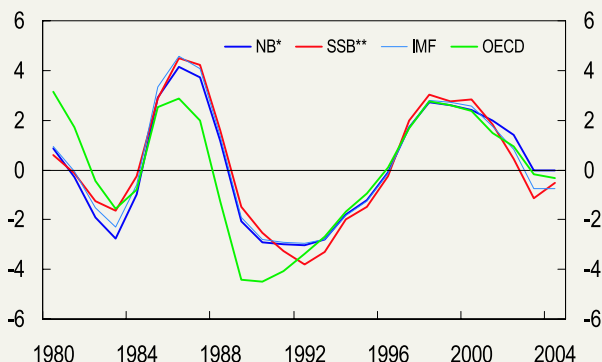
den, hvor SSB ikke korrigerer for ferieutvidelsen i 2001 og 2002. OECD beregner produksjonsgapet ved hjelp av produktfunksjonsmetoden, der de trendmessige nivåene på arbeidskraft, kapital og tilgjengelig teknologi settes inn i en spesifisert produktfunksjon. Det naturlige nivået på produksjonen bestemmes så av den trendmessige veksten i innsatsfaktorene. IMF bruker flere metoder, men har valgt å beregne produksjonsgapet for Norge om lag som Norges Bank gjør det. Som en ser av figur 3, gir de ulike beregningsmetodene om lag samme utvikling.

For å gjøre gode skjønnsmessige vurderinger av hva som er et riktig nivå på det potensielle produksjonsnivået, og dermed på produksjonsgapet, ser vi også på alternative indikatorer for presset i økonomien.

Lønns-gapet måler forskjellen mellom faktisk lønnsvekst og den veksten som over tid er forenlig med inflasjonsmålet, og er en indikator for stramheten i arbeidsmarkedet. Med et anslag på produktivitetsveksten på 2 prosent, vil en lønnsvekst på 4,5 prosent over tid være forenlig med et inflasjonsmål på 2,5 prosent. I figur 4 er lønns-gapet fram til 2000, altså før inflasjonsmålet ble innført, definert som forskjellen mellom lønnsveksten i Norge og utlandet. Som vi ser av figur 4, synes det å være en nær sammenheng mellom dette lønns-gapet og produksjonsgapet slik Norges Bank måler det. Ser vi på utviklingen i sysselsetning i forhold til trendveksten (målt i prosent av befolkningen i arbeidsfør alder) får vi et tilsvarende forløp.

I tillegg ser vi også på kredittvekst som en indikator på publikums etterspørsel. Antar en at kredittveksten vokser i takt med nominelt BNP over tid, om lag 5 prosent, vil en vedvarende høyere eller lavere kredittvekst enn det indikere at aktivitetsnivået i økonomien er høyere eller lavere enn normalt. Videre følger vi konjunkturindikatorer som detaljhandel og varekonsum, samt at vi gjennomfører løpende overvåking av næringslivet via vårt regionale nettverk.<sup>7</sup>

**Figur 3** Produksjonsgap for Fastlands-Norge. Prosent av trend-BNP

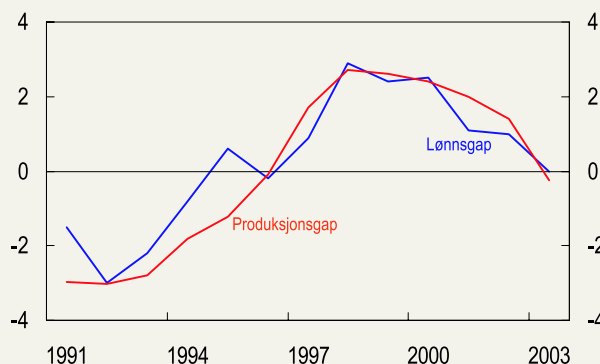


\* Anslag fra Inflasjonsrapport 2/03.  
Bane med terminrente og gradvis kursvekkelse på 3 prosent.

\*\* Økonomiske analyser 4/2003

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank, IMF WEO april 2003 og OECD EO No 73

**Figur 4** Produksjonsgap og lønns-gap



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Teknisk beregningsutvalg, IMF og Norges Bank

<sup>6</sup> Norges Bank har valgt, i tråd med vanlig praksis, å bruke en glattingsparameter,  $\_ = 100$  på årsdata.

<sup>7</sup> Se rammen «Fleksibel inflasjonsstyring og indikatorer for press i realøkonomien» i Inflasjonsrapport 3/03, s 47, for en nærmere beskrivelse av de ulike indikatorene.

Det er usikkerhet knyttet til estimering av både trendvekst og produksjonsgap, og det er som nevnt mange ulike måter å måle presset i realøkonomien på. Under fleksibel inflasjonsstyring må en imidlertid gjøre seg opp en mening om det er press på realressursene eller ledig kapasitet. Produksjonsgapet fungerer i så måte som en slags oppsummering av det samlede inflasjonspresset i realøkonomien.

Når det ikke inntreffer vesentlige økonomiske forstyrrelser – eller sjokk – vil det ikke være noen konflikt mellom å stabilisere inflasjonen og produksjon og sysselsetning. Et positivt produksjonsgap vil over tid føre til at inflasjonen blir høyere enn målet, mens et negativt produksjonsgap tilsvarende vil gi for lav inflasjon.

I en lukket økonomi vil det heller ikke være en konflikt på kort sikt mellom prisstabilitet og realøkonomisk stabilitet når det inntreffer etterspørselssjokk. Et positivt sjokk til etterspørselen vil gi økt inflasjon, og en riktig pengepolitisk reaksjon vil være å øke renten så mye at produksjonen kommer raskt tilbake til sitt potensielle nivå.

## Avveininger i pengepolitikken

I en åpen økonomi vil det imidlertid kunne være en målkonflikt på kort sikt ved etterspørselssjokk. En høyere rente vil riktignok bidra til å stabilisere både produksjonen og inflasjonen, men det vil kunne være en konflikt med hensyn til doseringen. Hvis renten settes opp så mye at produksjonen kommer ned på det nivået som er forenlig med stabil inflasjon over tid, vil inflasjonen kunne bli for lav som følge av at valutakursen har styrket seg på kort sikt. En må da foreta en avveining på kort sikt mellom hensynet til inflasjonsmålet og hensynet til realøkonomisk stabilitet.

Et kostnadssjokk, som øker inflasjonen og samtidig reduserer produksjon og sysselsetting, innebærer en mer markert konflikt på kort sikt mellom inflasjonsmålet og realøkonomisk stabilitet. Her vil imidlertid målkonflikten bli mindre i en åpen økonomi, ettersom valutakursen normalt vil styrke seg som følge av den pengepolitiske reaksjonen og dermed bidra til å få prisveksten ned.

Oftentimes vil ulike typer forstyrrelser inntreffe samtidig, og sentralbanken må foreta en løpende avveining mellom utslag i produksjon og sysselsetning på den ene siden og utslagene rundt inflasjonsmålet på den andre siden. Denne avveiningen er, gitt at inflasjonen over tid skal ligge nær målet, en kjerne i den fleksible inflasjonsstyringen.

Avveiningen mellom prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien beskrives i den teoretiske litteraturen ofte som det å minimere en tapsfunksjon, hvor både avvik i produksjonen fra produksjonspotensialet og inflasjonen fra inflasjonsmålet inngår<sup>8</sup>. Sentralbanken skal da velge det forløpet for renten fremover som minimerer de ned-

diskonterte «tapene» i alle fremtidige perioder. Tapet i en enkelt periode vil være:

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y_t^*)^2$$

I likningen angir  $\pi$  inflasjonen,  $\pi^*$  inflasjonsmålet og  $(y - y^*)$  er produksjonsgapet. Avvikene inngår kvadratisk. Ulempen ved store avvik fra målene vurderes dermed som betydelig verre enn små avvik. Ved store avvik i inflasjonen fra inflasjonsmålet, eller store realøkonomiske ubalanser, kan det være riktig med relativt sterk virkemiddelbruk. Avveiningen mellom stabilitet i inflasjonen rundt inflasjonsmålet og stabil vekst i produksjonen kommer til uttrykk i parameteren  $\lambda$ . Jo høyere  $\lambda$  er, dess mer vekt legges på realøkonomisk stabilitet i forhold til stabilitet i inflasjonen. Et strengt inflasjonsmål, altså at en kun vektlegger inflasjonen, innebærer at  $\lambda$  er lik null.  $\lambda > 0$  er definisjonen på fleksibel inflasjonsstyring. Selv om tapsfunksjonen har to ledd som begge vektlegges, er det imidlertid en fundamental forskjell at de pengepolitiske myndigheter kan velge inflasjonsmålet, men ikke produksjonspotensialet.

Ingen sentralbank anvender en slik tapsfunksjon direkte i praksis. Men det inflasjonsstyrende sentralbanker gjør i praksis, inneholder likevel elementer av tankegangen fra teorien.

Valg av horisont for pengepolitikken sier implisitt noe om sentralbankens tapsfunksjon.<sup>9</sup> En sentralbank som legger stor vekt på inflasjonen og liten vekt på realøkonomien, vil velge en kort horisont. En sentralbank som legger stor vekt på realøkonomien, vil velge en lang horisont.

Ut fra teorier for optimal pengepolitikk, skal horisonten variere og blant annet avhenge av størrelsen på og varigheten av forstyrrelsene til økonomien. Ved noen typer forstyrrelser, for eksempel etterspørselssjokk, kan det være optimalt å nå inflasjonsmålet relativt raskt. Ved andre typer forstyrrelser, for eksempel kostnadssjokk, kan det være optimalt med en lengre horisont, gitt at ikke tilliten til pengepolitikken står i fare.

Dette er i tråd med den tidshorisont Norges Bank legger til grunn. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorisont, normalt 1-3 år. Den mer presise horisonten vil avhenge av forstyrrelser økonomien utsettes for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

Inntil 1. juli 2004 kommuniserte Norges Bank i form av en toårshorisont, men hvor vi kunne avvike fra toårshorisonten dersom særskilte forhold tilsa det. De nye formuleringene mener vi uttrykker bedre innretningen av pengepolitikken.

Fordi vi ønsker å være åpne om de avveininger vi foretar i pengepolitikken, presenterer vi våre prognoser for både inflasjon og produksjonsgap i inflasjonsrapportene.

<sup>8</sup> Se for eksempel Svensson (2002)

<sup>9</sup> Se for eksempel Smets (2000) og Svensson (1997)

## Åpenhet og kommunikasjon

Tillit til pengepolitikken øker mulighetene til å stabilisere produksjon og sysselsetning. Åpenhet kan bidra til å styrke tilliten og gjør pengepolitikken mer forutsigbar. Når aktørene forstår sentralbankens handlemønster, danner det et grunnlag for at markedsrentene reagerer stabiliserende på ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

Norges Banks er åpen om sitt arbeid med pengepolitikken. Gjennom årsberetning, inflasjonsrapporter, taler og andre publikasjoner søker vi å gjøre rede for de metoder vi bruker for å anslå inflasjon og produksjonsgap fremover, våre analyser av økonomiens virkemåte og vår skjønnsutøvelse.

I tillegg søker vi å ha en systematisk prosedyre rundt rentebeslutningene. Vi forhåndsannonserer kalenderen for rentemøtene. Rentevedtakene, med en fylldig begrunnelse, gjøres kjent rett etter hvert møte. Det holdes pressekonferanse etter hvert rentemøte, enten renten endres eller ikke, hvor sentralbanksjefen eller visesentralbanksjefen redegjør og svarer på spørsmål. Hovedstyret blir presentert for og drøfter hovedlinjene i analysen i inflasjonsrapporten i et møte om lag to uker før rapporten publiseres. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den pengepolitiske strategi og rentesettingen i perioden fram til neste inflasjonsrapport. Disse vurderingene blir offentliggjort samtidig med og som del av inflasjonsrapporten, og bør ytterligere virke til å klargjøre avveiningene og tankesettet. Inflasjonsrapportene inneholder våre analyser av den økonomiske situasjonen og anslag for utviklingen de nærmeste årene. Disse rapportene gir en veiledning til markedsaktører og publikum om pengepolitikken framover.

Hittil har Norges Bank gjerne benyttet to alternative tekniske forutsetninger om renten i inflasjonsrapportene: at renten følger markedsforventningene, slik de er priset inn i terminrentene, eller at renten holdes uendret. Ofte har vi brukt begge forutsetninger, men i de siste

inflasjonsrapportene har vi kun brukt terminrentene.

Det fins imidlertid også andre mulige renteforutsetninger. En kunne alternativt presentert en «optimal» rentebane, enten basert på modellberegninger og en eksplisitt tapsfunksjon, eller basert på en mer skjønsmessig vurdering. Et annet alternativ er å la fremtidig renteutvikling være basert på en enkel regel, for eksempel en variant av Taylor-regelen. I inflasjonsrapportene til Reserve Bank of New Zealand varierer renten over fremskrivningsperioden basert på en enkel reaksjonsfunksjon.

Selv om slike endogene rentebaner nok er en teoretisk mer tilfredsstillende måte å presentere anslagene på, er det ikke uproblematisk. For eksempel vil en «optimal» rentebane kunne gi opphav til den misforståelsen at sentralbanken forplikter seg til å sette framtidig rente i tråd med denne banen uansett hvilke sjokk som inntreffer. En rentebane basert på en enkel regel kan gi inntrykk av at renten faktisk blir satt etter denne regelen.

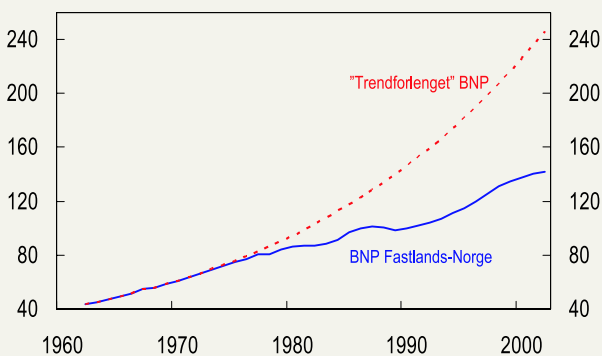
Det finnes neppe noe fasitsvar på hva som i kommunikasjonssammenheng er den «beste» renteforutsetning. Noen ganger vil anslag basert på bestemte renteforutsetninger kunne indikere at målet for pengepolitikken ikke nås innen en rimelig horisont. Det vil i så fall være et signal om at renten trolig vil avvike fra disse forutsetningene i tiden fremover. Når vi nå publiserer hovedstyrets strategi for rentesettingen fram til neste inflasjonsrapport, vil også dette gi ytterligere veiledning til den fremtidige renteutviklingen.

## Pengepolitikk under usikkerhet

Prognoser for den økonomiske utviklingen er alltid beheftet med usikkerhet. Men det er også usikkerhet om hvordan økonomien faktisk er på beslutningstidspunktet. Videre er virkningene av vår egen rentesetting usikre.<sup>10</sup>

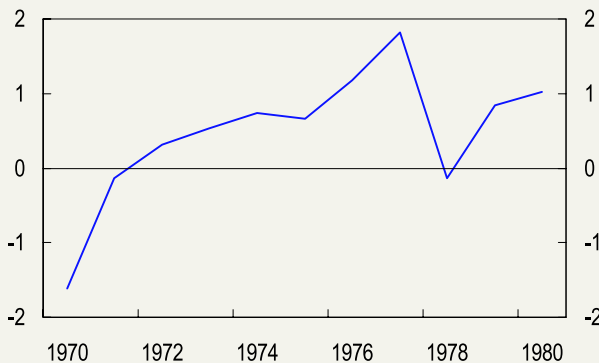
Det at det meste som går på fremtiden er usikkert, gjør

Figur 5a BNP Fastlands-Norge og "trendforlenget" BNP. 1962–2002



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5b Produksjonsgap. 1970–1980



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>10</sup> I åpningstalen til fjordårets Jackson Hole konferanse uttrykte Alan Greenspan det slik: «Uncertainty is not just an important feature of monetary policy landscape; it is the defining characteristic of that landscape. As a consequence, the conduct of monetary policy in the US at its core involves crucial elements of risk management.»



at en sjelden treffer eksakt. Sett i ettertid vil det tidvis kunne se ut som om pengepolitikken kunne ha vært gjennomført på en bedre måte. Rentebeslutninger må imidlertid vurderes *ex ante*, med den informasjonen som var kjent på tidspunktet da beslutningene ble fattet.

Et hovedproblem for utøvelsen av pengepolitikk under usikkerhet er tilgangen på realtidsdata som gir god informasjon om inflasjonspresset i økonomien. Dette pekte Petter Jacob Bjerve på i en uvanlig klarsynt artikkel fra 1981 om konjunkturpolitikken i Norge i 1970-årene:

*«Elles vil det alltid vere eit problem for konjunkturpolitikken at utarbeidinga av statistikk må slepe meir eller mindre etter hendingane, at det må ta tid etter at statistikken ligg føre før det blir klart om nye tendensar har byrja å gjere seg gjeldande [...] Dessutan bygde analysane på overslag over veksten i produktiviteten som skulle syne seg å vere for høge.»*

Som beskrevet innledningsvis, var veksten svært sterk fram til 1973, og det tok tid før en ble klar over at det hadde skjedd et negativt skift i det potensielle produksjonsnivået. I figur 5a har vi med den røde stiplede grafen vist hva BNP ville ha blitt dersom BNP fra 1973 og utover vokste med den samme vekstraten som de foregående ti år. Fordi det negative skiftet i potensiell produksjon ikke ble oppdaget i tide, forsøkte en å holde produksjonen oppe med motkonjunkturpolitikk. Mens en trodde en hadde et negativt produksjonsgap, viste det seg i ettertid at produksjonsgapet hadde vært positivt, illustrert ved figur 5b.

På samme måte finner Orphanides<sup>11</sup> i en undersøkelse av tidligere amerikansk pengepolitikk, at sentralbanken overestimerte det nivået på produksjonen som var forenlig med stabil inflasjon på 1970-tallet, fordi en ikke i tide ble klar over den fallende produktivetsveksten. Resultatet var at produksjonsgapet ble underestimert og det ble ført en for ekspansiv politikk. Tilsvarende så en på 1990-tallet en økning i produktivetsveksten, og selv om feilen fra 1970-tallet ikke ble gjentatt, var det en heftig debatt omkring ulike mål på trendvekst og produksjonsgap.

I tillegg til vanskelighetene med å fange opp endringer i potensiell produksjon raskt nok, er det også stor usikkerhet omkring det faktiske nivået på BNP. Som eksempel ble norske BNP-tall kraftig revidert i juni 2002. For perioden 1995–1999 ble veksten i Fastlands-Norge revidert opp med i gjennomsnitt om lag 1 prosentpoeng per år. Den største revisjonen var for året 1999. Så sent som i mai 2002 trodde vi at veksten i 1999 hadde vært 1,1 prosent. Reviderte tall viser nå at veksten var på 2,7 prosent.

Norges Bank arbeider i dag med å systematisere ulike årganger av nasjonalregnskapstall. Vi kan da gå tilbake og vurdere pengepolitikken i «realtid» for å høste lærdom om hvordan vi bør forholde oss til datausikkerhet.

Frank Knight (1921) skiller mellom 'risiko' og 'usikkerhet'.<sup>12</sup> Ved risiko kjenner en sannsynlighetsfordelingen for de mulige utfall, mens ved ren usikkerhet kjenner en ikke denne. Utfallet av et terningkast er altså forbundet med risiko, men ikke usikkerhet, ifølge Knight. Risiko er da langt mer håndterbart for en beslutningstaker enn ren usikkerhet.

I praksis er skillet mellom risiko og usikkerhet ikke så klart. En kjenner aldri sannsynlighetsfordelingen for de økonomiske variablene fullt ut, selv om historiske erfaringer gir en viss pekepinn. Men noen variable har mer preg av risiko, i betydningen at utfallsrommet er velspesifisert, enn andre.

La oss ta noen konkrete eksempler. Anslaget for lønnsveksten er viktig for innretningen av pengepolitikken. For et gitt system for lønnsdannelse har utfallet av lønnsforhandlingene mer preg av risiko. Vi vet ikke med sikkerhet på forhånd hva utfallet blir, men de historiske erfaringene gir oss informasjon om sannsynlighetsfordelingen. Sannsynlighetsfordelingen er imidlertid betinget av at selve systemet for lønnsdannelsen ikke er endret. Slike endringer kan skje, men vi har få holdepunkter for å bedømme sannsynligheten for det. Men dersom en endring faktisk har funnet sted, har vi også lite informasjon om sannsynlighetsfordelingen for utfallet av lønnsforhandlingene i framtiden. Mens lønnsanslagene tidligere hadde mer preg av risiko, har de da mer preg av Knight-usikkerhet.

Et annet forhold er prisveksten på våre importvarer. Det har skjedd store strukturelle endringer i verdenshandelen, med økt konkurranse og Kinas inntreden i WTO. Det er ennå for tidlig å fastslå virkningen av dette på prisveksten ute og hvor lenge endringsprosessen i verdenshandelen vil vare. Anslagene for importert prisvekst kan derfor i en tid fremover kanskje sies å ha fått mer preg av Knight-usikkerhet.

Pengepolitikk under usikkerhet var ett av de temaer som ble omtalt i Norges Bank Watch 2003, der vårt reaksjonsmønster og kommunikasjon ble vurdert opp mot teorien for pengepolitikk under usikkerhet. Dette var nyttige innspill og konstruktiv kritikk som vi vil ta med oss i det videre arbeid.

Norges Bank Watch 2003 pekte blant annet på at vi bør skille klarere mellom additiv usikkerhet og multiplikativ usikkerhet. Dette skillet kommer klart fram i relasjon til våre økonomiske modeller. Den usikkerhet som er knyttet til de eksogene variablene, kalles additiv usikkerhet. Eksempler på additiv usikkerhet er restledene i våre økonomiske modeller og andre eksogene faktorer, som finanspolitikken og oljeprisen. Usikkerhet om selve økonomiens virkemåte kan imidlertid skape såkalt multiplikativ usikkerhet. Multiplikativ usikkerhet handler gjerne om usikkerhet om de strukturelle parametrene i modellen, som virkning av renten på etterspørsel og valutakurs og helningen på den kortsiktige Phillipskurven.

<sup>11</sup> Se Orphanides (2003)

<sup>12</sup> Se Knight (1921)

Hvordan forholder sentralbanken seg til det at vi ikke vet presist hvordan verden er, eller hvordan den vil bli?<sup>13</sup> Alan Blinder, tidligere Vice-Chairman i Fed og nå professor ved Princeton, berører dette når han formulerer oppskriften på en vellykket pengepolitikk:<sup>14</sup>

«Step 1: Estimate how much you need to tighten or loosen monetary policy to “get it right.” Then do less.

Step 2: Watch developments.

Step 3a: If things work out about as expected, increase your tightening or loosening, toward where you thought it should be in the first place.

Step 3b: If economy seems to be evolving differently from what you expected, adjust policy accordingly.»

Jeg vil ikke se bort fra at en i flere sentralbanker vil føle sympati for denne oppskriften. Norges Bank går normalt gradvis fram i rentesettingen på grunn av usikkerhet om den økonomiske utviklingen, deriblant virkningen av tidligere renteendringer. Dette prinsippet får også støtte i økonomisk teori. Brainard (1967) viste at sentralbanker bør respondere mer forsiktig på økonomiske forstyrrelser når det er usikkerhet om hvor sterkt renten virker inn på økonomien, altså når det er multiplikativ usikkerhet.<sup>15</sup>

Additiv usikkerhet derimot, der usikkerhetsfaktorene antas å være uavhengig av renten, skal en – ifølge teorien – ikke ta hensyn til i rentesettingen. Her gjelder såkalt sikkerhetsekivalens, som innebærer at en skal lage et forventningsrett anslag for den usikre faktoren og ta hensyn til anslaget på samme måte som om en visste med sikkerhet at det ville inntreffe.

Overfor visse typer multiplikativ usikkerhet, for eksempel usikkerhet omkring i hvilken grad et avvik fra inflasjonsmålet en periode slår ut i aktørenes forventninger om framtidig inflasjon, tilsier teorien at sentralbanken skal være mer aggressiv i rentesettingen.<sup>16</sup> Dette er i tråd med hva Norges Bank tidligere har uttalt:

«Renten kan bli endret raskt og markert hvis det er risiko for at inflasjonen kan avvike mye fra målet over lengre tid slik at prisstigningsforventningene kan bli påvirket, eller når sterk uro i finansmarkedene eller en forhandlingsdrevet økning i kostnadene tyder på at tilliten til pengepolitikken står i fare.»

Det er nyttig for oss praktikere at pengepolitikk under usikkerhet blir viet mer oppmerksomhet innenfor akademisk forskning. Men det er viktig å være klar over at resultatene i denne litteraturen naturligvis avhenger av forutsetningene, som ofte er relativt enkle og stiliserte. Relevansen av de teoretiske resultatene for den praktiske gjennomføringen av pengepolitikken er derfor også usikker. Vi forholder oss til teori med stor interesse, men dog med en viss Brainardsk varsomhet.

## Avslutning

Regjeringen har fastsatt et mandat for pengepolitikken som innebærer fleksibel inflasjonsstyring. I tillegg til å sørge for at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid, skal pengepolitikken også bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken kan ikke påvirke nivået på den potensielle produksjonen, men kan dempe svingningene rundt dette nivået. Det er på denne måten pengepolitikken kan bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Inflasjonen kan ikke styres eksakt, men det er relativt enkelt å måle hvor langt unna målet den er. Det er mer krevende å måle gapet mellom faktisk produksjon og potensiell produksjon.

I vår operasjonelle gjennomføring av pengepolitikken setter vi normalt renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorison, normalt 1–3 år. Den mer presise horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomien fremover. Usikkerhet gjør at vi gjerne går gradvis fram. Dette handlingsmønsteret vil, etter vår vurdering, normalt gi en rimelig avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen rundt målet og hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting.

## Referanser:

- Akram, Farooq Q. (2003): «Reell likevektsvalutakurs for Norge», *Norsk Økonomisk Tidsskrift* 118, s 89–112
- Barro, R., og D. Gordon. 1983: «Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy.» *Journal of Monetary Economics* 12
- Bjerve, P. J. (1981): «Kva hende i Norge i 1970-åra – konjunkturpolitisk?», *Sosialøkonomen* nr. 5 1981, s 10–21
- Blinder, A. (1998): *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press
- Brainard, W. (1967): «Uncertainty and the Effectiveness of Policy,» *American Economic Review*, 57 (2), May 1967, s 411–425
- Frøyland, E. og Lønning, I. (2000): «Betydningen av usikkerhet i pengepolitikken», *Penger og Kreditt* nr. 3 2000
- Jonung, L. og Berg, C. (1998): «Pioneering price level targeting: the Swedish experience 1931–1937», Seminar Paper No. 642, Institute for International Economic studies, Stockholm University

<sup>13</sup> Se Frøyland og Lønning (2000)

<sup>14</sup> Se Blinder (1998)

<sup>15</sup> Se Brainard (1967)

<sup>16</sup> Se Söderström (2000)

Keynes, J. M., (1923): «Notes for Lecture to the National Liberal Club», reprinted in *Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIX, Macmillian, London, 1981

Knight, F. H. (1921): *Risk, Uncertainty and Profit*

Kydland, F., og E. Prescott (1977): «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy* 87

Orphanides, A. (2003): «The quest for Prosperity without Inflation», *Journal of Monetary Economics*, 50(3), April 2003, s 633–663

Schreiner, P. (1982): «Er Ola Nordmann smart nok? Den fulle sysselsetningen i fare!», Universitetsforlaget

Smets, F. (2000): «What horizon for price stability», ECB Working Paper nr. 24, July 2000

Svensson, L. E. (1997): «Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets», *European Economic Review*, 41, 6, s 1111–1146

Svensson, L. E. (2002): «Monetary Policy and Real Stabilization», i *Rethinking Stabilization Policy, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, Wyoming, August 29–31, 2002, s 261–312

Svensson, L. E. (2003): «Comments on Laurence H. Meyer: “Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting”», på konferansen «Inflation Targeting: Prospects and Problems», the Twenty-Eight Annual Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank of St. Louis, October 16–17 2003

Söderström, U. (2000): «Monetary Policy with Uncertain Parameters», ECB Working Paper No. 13, February 2000

# Internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer

Johan Øverseth Røstøen, konsulent i Økonomisk avdeling<sup>1</sup>

Den lave konsumprisveksten i Norge kan i stor grad forklares ved kraftig prisfall på importerte varer, både som følge av prisfall ute og styrket valutakurs. Prisveksten for de ulike varegruppene i de importerte konsumvarene har vært svært forskjellig. Dette reflekterer blant annet endret importmønster og sterk vekst i produktiviteten i produksjonen av enkelte varer. For å fange opp disse forholdene har vi beregnet en alternativ indikator for internasjonale prisimpulser til konsumvarer, sammensatt av utenlandske priser for syv varegrupper. En slik disaggregert tilnærming vil trolig gi et bedre mål for prisimpulsene enn tradisjonelle indikatorer basert på aggregerte indekser for eksportpriser eller produsentpriser hos handelspartnerne.

## Innledning

Prisveksten i Norge er lav, og har ligget betydelig under inflasjonsmålet på 2½ prosent. Den lave konsumprisveksten kan i stor grad forklares ved kraftig prisfall på importerte varer, både som følge av prisfall ute og styrket valutakurs, se figur 1. Importerte konsumvarer har en vekt på 28 prosent i konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE). Det er særlig prisene på klær, sko og lyd- og bildeutstyr som har falt, se figur 2. Disse varene utgjør om lag 1/3 av de importerte konsumvarene. Prisene på de andre importvarene i KPI-JAE har falt betydelig mindre. For eksempel er bilprisene nå på om lag samme nivå som i 2002.

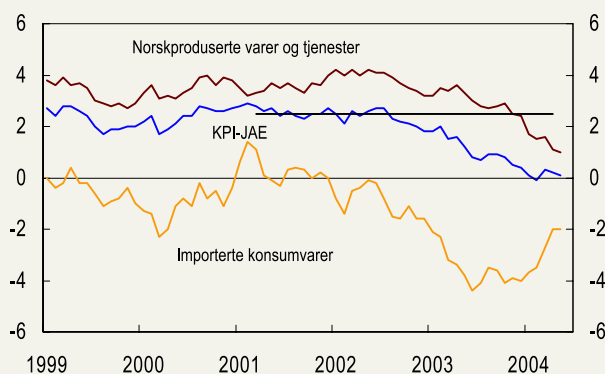
Prisutviklingen på importvarene i konsumprisindeksen i Norge bestemmes i stor grad av valutakursutviklingen og prisutviklingen på disse varene i utlandet. I tillegg påvirkes konsumprisene på disse varene av innenlandske forhold, som lønnsutvikling og marginer i salgsleddet, utviklingen i handelsmønsteret og endringer i tollsatser. I artikkelen drøftes hvordan vi kan måle prisutviklingen i utlandet på de importerte konsumvarene.

Endringen i disse prisene omtaler vi som de internasjonale prisimpulsene til konsumprisveksten. I neste avsnitt diskuteres de tradisjonelle indikatorene for internasjonale prisimpulser. Disse indikatorene har en rekke svakheter. Deretter presenteres en ny indikator for de internasjonale prisimpulsene til konsumprisveksten. Denne ble omtalt i en utdypning i Inflasjonsrapport 1/2004.

## Tradisjonelle indikatorer

Det eksisterer ingen statistikk som gir oss et helt presist mål på de internasjonale prisimpulsene til konsumvarer. Vi har tradisjonelt anslått de internasjonale prisimpulsene på bakgrunn av utviklingen i råvarepriser og aggregerte indekser for handelspartneres konsumpriser, eksportpriser og produsentpriser for industriprodukter. Dette er statistikk som er relativt lett tilgjengelig, og tallseriene oppdateres regelmessig. Over tid vil det være en sammenheng mellom veksten i handelspartneres lønnskostnader per produsert enhet i industrien og deres

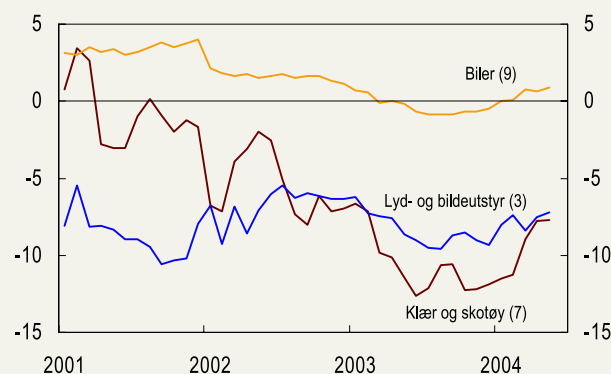
**Figur 1** KPI-JAE. Totalt<sup>1</sup> og fordelt etter leveringssektorer<sup>2</sup>. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 1999–mai 2004



<sup>1</sup> Norges Banks beregninger fram til og med juli 2000, deretter publiserte tall fra SSB  
<sup>2</sup> Norges Banks beregninger

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2** Priser på noen importerte konsumvarer<sup>1</sup>. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2001–mai 2004



<sup>1</sup> Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>1</sup> Takk til Kåre Hagelund for gode innspill og nyttige kommentarer. Takk også til andre kolleger i Norges Bank

eksportpriser. Lønnskostnadene per produsert enhet kan dermed også være en indikator for de importerte prisimpulsene fra utlandet til norske konsumpriser. Disse tallene oppdateres imidlertid mindre hyppig, og det er betydelige problemer knyttet til å sikre at tallene er sammenliknbare mellom land.

Slike aggregerte indekser vil ikke nødvendigvis korrekt reflektere den internasjonale prisveksten på vår import av konsumvarer. For det første bør et godt mål for prisveksten på importerte konsumvarer i Norge bare reflektere prisveksten på de konsumvarene vi importerer. De aggregerte indeksene for handelspartnernes eksport- og produsentpriser måler prisene på både innsatsvarer, investeringsvarer og konsumvarer. Indeksene inneholder derfor en rekke varer som ikke inngår i importvarene i den norske konsumprisindeksen.

For det andre omfatter utenlandske konsum- og produsentpriser også priser på varer som leveres til hjemmemarkedet. Dermed vil de være påvirket av varer som ikke handles internasjonalt. Ett eksempel er aviser og bøker. Internasjonal handel med slike varer er begrenset som følge av språkbarrierer. Prisutviklingen på disse varene hos våre handelspartnere sier derfor lite om prisimpulsene fra utlandet til norsk økonomi.

For det tredje fanger de tradisjonelle indikatorene for prisutviklingen på importvarer i utenlandsk valuta ikke opp prisnivåeffekter av at importen vris fra høykostland til lavkostland. Andelen av importen som kommer fra lavkostnadsland<sup>2</sup> har økt fra 5 prosent i 1990 til 13 prosent i 2003. Importen fra Kina utgjorde om lag ½ prosent av vår import i 1988. I 2002 hadde andelen økt til 5½ prosent. Dette har dempet prisimpulsene fra utlandet til norsk økonomi.

De utenlandske prisimpulsene kan også måles med utgangspunkt i norsk statistikk. I utenrikshandelsstatistikken er det tall for utviklingen i norske importpriser. Importprisene refererer til den faktiske vareimporten og gjenspeiler blant annet om importen vris fra høykostland

til lavkostland. Norge importerer varer både til konsum, investeringer og vareinnsats. Den aggregerte importprisindeksen vil dermed ikke nødvendigvis reflektere de direkte impulsene til de importerte konsumvarene. I utenrikshandelen blir prisene beregnet ut fra importen målt i volum og verdi. Kvalitetsforbedringer blir dermed ikke tatt hensyn til i beregningen av importprisene. Dette blir et særlig stort problem for beregningen av importprisene for blant annet lyd- og bildeutstyr, som har falt i vekt samtidig som det har vært betydelige teknologiske fremskritt. Importprisene måles i norske kroner og viser derfor ikke direkte de internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi. De vil også omfatte virkninger av endringer i kronekursen. Gjennomslaget fra valutakursen til importprisene er usikkert, blant annet fordi utenlandske eksportører kan basere prissettingen på konjunktur- og konkurransesituasjonen i Norge.

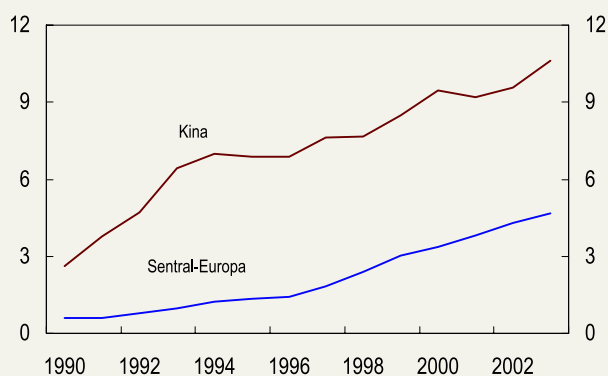
De tradisjonelle indikatorene synes å overvurdere de internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi. Målt ved de utenlandske produsent- og eksportprisene, har prisimpulsene vært om lag 1 prosent per år i perioden 1997-2001. I samme periode økte prisene på importerte konsumvarer i KPI-JAE med 0,2 prosent per år, mens valutakursen i gjennomsnitt var om lag uendret. De reelle prisimpulsene fra utlandet kan ha vært enda lavere enn prisveksten på importerte konsumvarer i KPI-JAE indikerer. Om lag halvparten av prisutviklingen på importerte konsumvarer i KPI-JAE bestemmes av innenlandske forhold som lønninger og marginer. Innenlandske lønninger og priser har gjennomgående økt mer enn prisene på importerte varer.

## En alternativ indikator

Prisveksten for de ulike varegruppene i de importerte konsumvarene som inngår i KPI-JAE har vært svært forskjellig. Virkningen av endret importmønster eller sterk vekst i produktiviteten har vært særskilt store for enkelte varegrupper. Siden prisdannelsen synes å variere sterkt mellom de ulike varene, har vi valgt å ta utgangspunkt i prisutviklingen for de enkelte varegruppene i de enkelte land. På denne måten sikres det at både land- og varesammensetningen i indeksen reflekterer den faktiske importen. En slik disaggregert tilnærming gir trolig et bedre mål på de internasjonale prisimpulsene enn å ta utgangspunkt i aggregerte indekser for eksportpriser eller produsentpriser, se figur 4. I arbeidet med indikatoren har vi utnyttet tidligere arbeider knyttet til importvridningen for ulike varer. Norges Bank beregnet allerede i 2002 importprisen på klær for å kunne forklare den særegne prisutviklingen på klær i de norske konsumprisene.<sup>3</sup>

Den nye indikatoren viser moderate internasjonale prisimpulser til norske konsumvarer gjennom første halvdel av 1990-tallet, om lag på linje med hva de tradi-

**Figur 3** Import av konsumvarer fra Sentral-Europa<sup>1</sup> og Kina som andel av total konsumvareimport. Prosent. Årstall. 1990–2003<sup>2</sup>.



<sup>1</sup> Sentral-Europa: Slovenia, Bulgaria, Tsjekkia, Estland, Latvia, Litauen, Slovakia, Polen og Ungarn

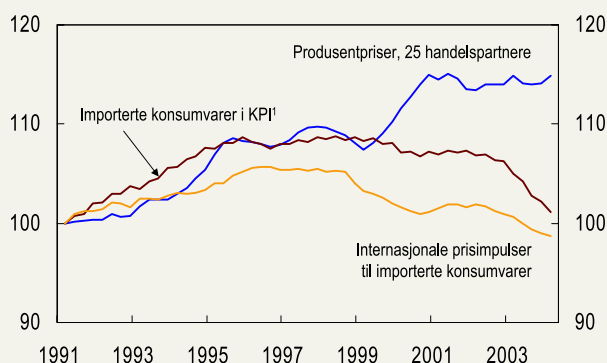
<sup>2</sup> Tall for 2003 fra januar til november

Kilde: Statistisk sentralbyrå

<sup>2</sup> Lavkostnadsland er her definert som Bulgaria, Estland, Latvia, Litauen, Slovenia, Tyrkia, Tsjekkia, Bangladesh, Indonesia, India, Iran, Kambodsja, Laos, Libanon, Sri Lanka, Nepal, Malaysia, Filippinene, Pakistan, Singapore, Hong Kong, Kina, Sør-Korea, Taiwan.

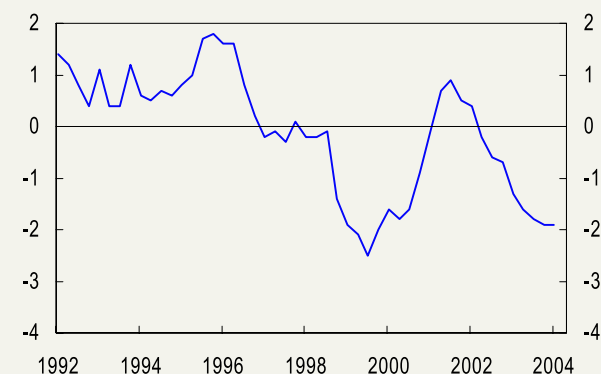
<sup>3</sup> Høegh-Omdal og Wilhelmsen (2002)

**Figur 4** Prisene på importerte konsumvarer i KPI, produsentpriser hos 25 handelspartnere og ny indeks for internasjonale prisimpulser til konsumvarer. 1.kvartal 1991=100. 1.kvartal 1991–1.kvartal 2004



<sup>1</sup> Tre kvartalers glidende gjennomsnitt  
Kilde: Norges Bank

**Figur 5** Internasjonale prisimpulser til konsumvarer. Firekvartalersvekst. 1.kvartal 1992–1.kvartal 2004



Kilde: Norges Bank

sjonelle indikatoren for de internasjonale prisimpulsene viser, se figur 5. Dette reflekterer at vridningen mot lavkostland var beskjeden, og at den sterke produktivtetsveksten i produksjonen av enkelte varer ennå ikke hadde fått store utlag i prisene internasjonalt. Fra 1995 til 1997 steg prisene på de varene vi importerer. Sterk økonomisk vekst ga trolig gode muligheter for utenlandske produsenter til å øke prisene i denne perioden.

De utenlandske prisimpulsene, målt ved den alternative indikatoren, falt i perioden 1997 til 2001. Generelt var det lav prisvekst hos handelspartnerne i denne perioden, og Asia-krisen ga prisfall på en del av varene vi importerer. Utviklingen ble også påvirket av tiltakende prisfall på lyd- og bildeutstyr. Dette gjenspeiler sterk produktivtetsvekst i produksjonen av slike varer. Videre falt prisene på klær som følge av økt andel import fra lavkostland. Dette må blant annet sees i sammenheng med nedbygging av kvotereguleringer og tollsatser etter den skålte Uruguay-runden i 1995. Norge var relativt raskt ute med å liberalisere handelen med slike varer sammenliknet med USA og EU. Fallet i de utenlandske prisimpulsene ble midlertidig dempet i 2001. Dette reflekterte blant annet økt oljepris og en noe høyere lønnsvekst hos handelspartnerne. Vridningen av klesimporten mot lavkostland var i tillegg lav i 2001. Den internasjonale nedgangskonjunktoren førte til forsterket fall i prisene ute fra 2002. I tillegg førte Kinas inntreden i WTO fra 2001 til økt import derfra.

### Nærmere om den alternative indikatoren

Indikatoren for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer er beregnet som et veid aritmetisk gjennomsnitt av prisveksten på klær, sko, biler, lyd- og bildeutstyr, møbler og hvitevarer, mat og andre varer, jf. likning 1 og 2.

$$(1) P^t = P^{t-1}(1 + \Delta P^t)$$

$$(2) \Delta P^t = \Delta P^t_{klær} \alpha_{klær} + \Delta P^t_{sko} \alpha_{sko} + \Delta P^t_{biler} \alpha_{biler} + \Delta P^t_{L\&B} \alpha_{L\&B} + \Delta P^t_{M\&H} \alpha_{M\&H} + \Delta P^t_{mat} \alpha_{mat} + \Delta P^t_{andre} \alpha_{andre}$$

$P^t$  = Indeks for internasjonale prisimpulser på konsumvarer på tidspunkt t

$\Delta P^t_k$  = Prisveksten hos handelspartnerne i hver av de k undergruppene,  $k = 7$ , se kolonne 1 i tabell 1)

$\alpha_k$  = Vekt for undergruppe k i indeksen, se kolonne 2 i tabell 1)

Delindeksene er valgt ut fra om lag 20 varegrupper som inngår i den norske konsumrisindeksen og kan kjøpes fra utlandet. Flere av disse varegruppene produseres likevel i all hovedsak i Norge. Særlig gjelder dette drikkevarer, tobakk, bøker og aviser. Vekten til de syv utvalgte delindeksene i den nye indikatoren for internasjonale prisimpulser avspeiler gruppens andel av importerte konsumvarer i KPI-JAE. I noen tilfeller er vektene justert i forhold til hvor stor andel av varegruppen som

Tabell 1 Vekter i indikatoren for internasjonale prisimpulser på konsumvarer (IPK)

	Vekt i KPI-JAE	Vekt i IPK
Lyd- og bildeutstyr	3%	11%
Klær	6%	21%
Sko	1%	4%
Biler	9%	32%
Matvarer	11%	9%
Møbler og hvitevarer	3%	7%
Andre varer		16%
Sum	33%	100%

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

importeres, se tabell 1. For eksempel blir nesten alle biler importert. Bilindeksen gis derfor tilsvarende vekt i indikatoren som i KPI-JAE. Deler av konsumet av møbler dekkes imidlertid av norsk produksjon. Varegruppens vekt i den nye indikatoren er derfor lavere enn vekten i KPI-JAE. Vektene er faste og beregnet med utgangspunkt i 2003.

For å anslå prisutviklingen internasjonalt for de enkelte varegruppene trenger vi for hver varegruppe kunnskap om:

- hvor mye vi importerer fra hvert land, dvs. importvekter
- produsentprisutviklingen hos den enkelte handelspartner
- prisnivået hos handelspartnerne

Utenrikshandelsstatistikken fra Statistisk sentralbyrå gir en god oversikt over hvor de forskjellige varegruppene importeres fra. På dette grunnlaget beregnes det årlige importvekter for hver varegruppe. Importmønsteret varierer mye mellom de ulike varegruppene. For eksempel kommer importen av biler fra kun et fåtall land. Importen av klær og sko kommer derimot fra en rekke land. Flere av disse landene, for eksempel Kina, inngår ikke i den vanlige definisjonen av tradisjonelle handelspartnere.

Få land publiserer *produsentpriser* fordelt på undergrupper. Kun for bil- og matvareindeksen har det vært mulig å benytte produsentpriser ved beregningen av delindeksene. For de andre varegruppene har vi benyttet alternative prisindekser som en tilnærming til produsentprisene. Indeksene for audiovisuelt utstyr og møbler og hvitevarer er basert på konsumprisene på disse varene i landene vi importerer fra. Importen av klær og sko kommer i stor grad fra lavkostland med svært begrenset prisstatistikk. Den samlede konsumprisveksten i disse landene er derfor brukt som en tilnærming til produsentprisene. For gruppen «andre varer» – som omfatter en rekke ulike og mindre varegrupper – har vi satt prisveksten lik veksten i eksportprisene for varer hos de tradisjonelle handelspartnerne.

*Prisnivåene* i landene vi importerer fra, er svært forskjellige. Når importen i stor grad vris fra land med høye kostnader til land med lave kostnader, vil prisutviklingen påvirkes av forskjellene i prisnivåene hos de ulike handelspartnerne. For mange varer er denne prisnivåeffekten svært liten, og kan ses bort fra. For enkelte varer kan virkningen imidlertid bli stor. I indeksen for klær og sko er slike prisnivåeffekter derfor tatt eksplisitt hensyn til i beregningene. For de andre varegruppene antar vi at det kun er begrensede prisnivåforskjeller i produksjonen, selv om slike effekter trolig har spilt en rolle også innenfor lyd- og bildeutstyr.

Et enkelt regneeksempel kan vise hvordan forskjeller i prisnivåene hos handelspartnerne kan påvirke de

importerte prisimpulsene. I et tilfelle der vi kun importerer fra to land, vil prisnivået norske importører står ovenfor være et veid gjennomsnitt av prisnivåene hos de to handelspartnerne, se likning 3. Endringen i prisnivået betegnes som den internasjonale prisimpulsen, se likning 4. Økte priser i begge landene bidrar isolert sett til å trekke opp prisene på de varene vi importerer. Dette fremkommer av de to første uttrykkene på høyre side. I tilfellet der importen vris fra høykostland (land a) til lavkostland (land b) vil uttrykket i siste ledd i likningen bli negativt.

$$3) \bar{P}_{x,t} = P_{x,t}^a b_{x,t}^a + P_{x,t}^b (1 - b_{x,t}^a)$$

$$4) \Delta \bar{P}_{x,t+1} = b_{x,t}^a \Delta P_{x,t+1}^a + (1 - b_{x,t}^a) \Delta P_{x,t+1}^b + \Delta b_{x,t+1}^a (P_{x,t+1}^a - P_{x,t+1}^b)$$

$P_{x,t}$  = Prisnivået for importen av varegruppe x på tidspunkt t

$P_{x,t}^y$  = Prisnivået for vare x i land y på tidspunkt t,  $y \in (a, b)$

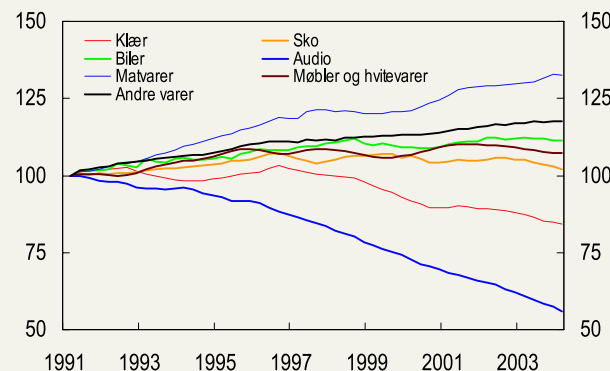
$b_{x,t}^y$  = Importandelen fra land y for varegruppe x på tidspunkt t

$\Delta$  = Endring fra periode t til t+1

Prisnivåene bør ideelt sett reflektere hva det koster å produsere varer i de ulike landene, som for eksempel lønnsnivået korrigert for nivået for produktiviteten. Det er imidlertid vanskelig å finne sammenliknbar statistikk for lønns- eller produktivetsnivå for de landene vi her er spesielt interesserte i, som blant annet Kina. Vi har derfor basert beregningene av prisnivåene på anslag for kjøpekraftskorrigerte BNP-tall fra Verdensbanken.

Figur 6 viser utviklingen i prisnivåene i de ulike undergruppene. Seriene er beregnet tilbake til 1991 og er kvartalsvise. Prisene på norsk import ser i hovedsak ut til å kunne deles inn i to grupper. I den ene gruppen, som inneholder varegruppene klær, og lyd- og bildeut-

**Figur 6** Anslått prisutvikling ute for noen importerte konsumvarer. Målt i handelspartnerens valuta. Kvartalstall. 1.kvartal 1991=100. 1.kvartal 1991–1.kvartal 2004



Kilde: Norges Bank

styr, har det vært et betydelig prisfall. I den andre gruppen har prisveksten vært om lag på linje med veksten i lønnskostnadene per produsert enhet i industrien hos våre tradisjonelle handelspartnere.

De vanlige målene for internasjonale prisimpulser utvikler seg over tid i takt med lønnskostnadene per enhet i industrien hos våre tradisjonelle handelspartnere. De fanger følgelig ikke opp fallet i prisene på klær og skotøy som følge av endringer i handelsmønsteret. Heller ikke fallet i prisene på lyd- og bildeutstyr reflekteres godt i de vanlige indeksene.

### Utviklingen i de ulike indeksene

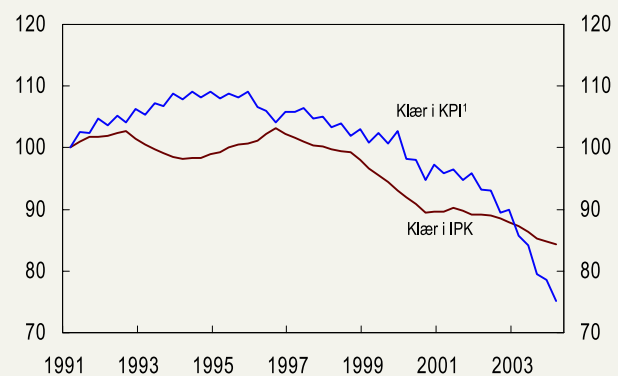
Prisfallet i utenlandsk valuta på klær skyldes i første rekke vridningen av handel fra høykostland til lavkostland. Internasjonale handelsavtaler har bidratt til lettelser i de handelspolitiske barrierene på blant annet tekstiler<sup>4</sup>. Norge var tidlig ute med både å iverksette avviklingen av kvoter og å redusere de generelle tollsatsene på klær. De siste kvotene forsvant i 1998, mens den gjennomsnittlige ordinære tollsatsen er blitt senket fra om lag 20 prosent i 1994 til 12 prosent i 2004. Bortfall av kvoterestriksjoner og reduserte tollsatter har bidratt til økt handel med land utenfor OECD-området. Om lag 18 prosent av importen av klær kom fra lavkostland i 1991<sup>5</sup>. I 2003 var andelen 62 prosent. I våre beregninger har kinesiske produkter et prisnivå som er under halvparten av prisene på de produktene de indirekte eller direkte foretrekker, se tabell 2. Vridningen mot import fra Kina og andre lavkostland det siste tiåret har i gjennomsnitt bidratt til å trekke ned prisveksten på klær med om lag 3 prosentpoeng per år. Prisene trekkes imidlertid opp som følge av prisvekst i de enkelte landene vi handler med. Samlet tyder beregningene på at importkostnaden for klær, målt i utenlandsk valuta, har falt med i gjennomsnitt 2 prosent per år. For sko har vridningen vært mer beskjeden, og prisfallet har derfor vært mindre.

Tabell 2 Beregnede prisnivåer i noen land (Norge = 1)

Norge	1,0	Hellas	0,6
Danmark	1,0	Portugal	0,6
Sverige	1,0	Korea	0,5
Storbritannia	0,9	Litauen	0,4
Finland	0,9	Tyrkia	0,4
Frankrike	0,9	Polen	0,4
Tyskland	0,9	Estland	0,3
Hong Kong	0,9	Ungarn	0,3
USA	0,9	Thailand	0,3
Nederland	0,8	Indonesia	0,2
Italia	0,8	Kina	0,2
Østerrike	0,8	India	0,2
Spania	0,7	Romania	0,2

Kilde: Verdensbanken og Norges Bank

Figur 7 Priser på klær i KPI i Norge og i utlandet. Kvartalstall. 1.kvartal 1991=100. 1.kvartal 1991–1.kvartal 2004



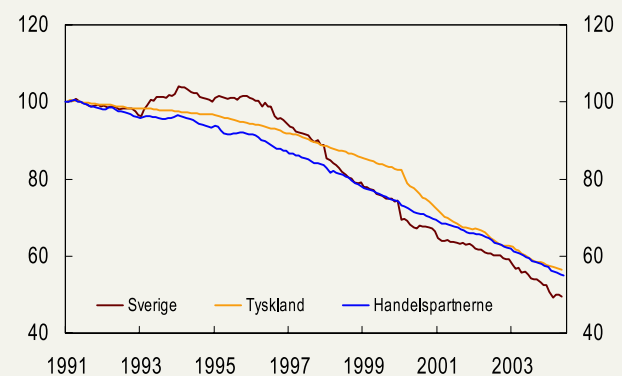
<sup>1</sup> Tre kvartalers glidende gjennomsnitt

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisfallet på klær i norsk KPI-JAE sammenfaller i stor grad med det beregnede prisfallet hos utenlandske produsenter på slike varer, se figur 7. Begge kurvene viser et relativt stort skift i prisutviklingen fra 1995. Dette reflekterer blant annet inngåelse av frihandelsavtaler med land øst i Europa. Prisene på klær i Norge har også vært påvirket av reduserte tollsatter og endringer i kronekursen.

De fleste land opplevde tiltakende prisfall på lyd- og bildeutstyr på 1990-tallet. Kostnadene ved å produsere slike varer har falt betydelig det siste tiåret. Årsaken kan være rask spredning av ny produksjonsteknologi, samt sterk internasjonal konkurranse i markedet for slike varer. Sverige og Tyskland er store eksportører av elektronisk utstyr. Konsumprisene på lyd- og bildeutstyr i disse landene reflekterer derfor trolig godt kostnadene ved å produsere slike varer, se figur 8. I begge landene er prisene blitt om lag halvert det siste tiåret. Siden 1995 har det årlige prisfallet vært nær 5 prosent per år. Dette

Figur 8 Lyd- og bildeutstyr. Konsumpriser i lokal valuta i Sverige, Tyskland og hos handelspartnerne. Månedstall. Januar 1991=100. Januar 1991–mai 2004



Kilde: Norges Bank

<sup>4</sup> Handelspolitikkenes betydning for utviklingen i klesimporten blir diskutert i Melchior (1993).

<sup>5</sup> Estland, India, Indonesia, Kina, Sør-Korea, Litauen, Polen, Romania, Thailand, Tyrkia og Ungarn.



Tabell 3 Vekter og tallgrunnlag for delindeksene i IPK

	Vekter	Prisvekst		Vekter	Prisvekst
Lyd- og bildeutstyr	<ul style="list-style-type: none"> <li>Til og med 1994 benyttes vekter fra 1994. Deretter oppdateres vektene årlig.</li> <li>14 største handelspartnere. Disse landene produserer om lag 70 prosent av importen av lyd- og bildeutstyr til Norge.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KPI for audiovisuelt utstyr for alle land foruten Japan. For Japan benyttes et gjennomsnitt av prisene på elektriske maskiner og prisene på fritidsartikler som en tilnærming.</li> </ul>	Matvarer	<ul style="list-style-type: none"> <li>Et gjennomsnitt av vektene i 2002 og 2003 benyttes i hele perioden.</li> <li>12 største handelspartnere. Disse landene produserer om lag 60 prosent av norsk import av mat.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Produsentpriser for matvarer.</li> </ul>
Klær	<ul style="list-style-type: none"> <li>Årlige vekter.</li> <li>25 største handelspartnere. Disse landene produserer om lag 90 prosent av importen av klær til Norge.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KPI totalt benyttes som en tilnærming til produsentprisene på klær.</li> <li>Effekter av handelsvridning beregnes på grunnlag av prisnivåer i enkeltland.</li> </ul>	Møbler og hvitevarer	<ul style="list-style-type: none"> <li>Til og med 1994 benyttes vekter fra 1994. Deretter oppdateres vektene årlig.</li> <li>14 største handelspartnere. Disse landene produserer om lag 80 prosent av norsk import av møbler og hvitevarer.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KPI for møbler og hvitevarer.</li> </ul>
Sko	<ul style="list-style-type: none"> <li>Årlige vekter.</li> <li>25 største handelspartnere. Disse landene produserer om lag 90 prosent av importen av sko til Norge.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KPI totalt benyttes som en tilnærming til produsentprisene på klær.</li> <li>Effekter av handelsvridning beregnes på grunnlag av prisnivåer i enkeltland.</li> </ul>	Andre varer	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vekten reflekterer norsk import av alle varer. 2003-vektene benyttes i hele perioden.</li> <li>Våre 18 største tradisjonelle handelspartnere.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Eksportprisvekst. 3 kvartalers glidende gjennomsnitt.</li> </ul>
Biler	<ul style="list-style-type: none"> <li>Til og med 1994 benyttes vekter fra 1994. Deretter oppdateres vektene årlig.</li> <li>8 største handelspartnere. Disse landene produserer om lag 80 prosent av importen av biler til Norge.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Produsentpriser for biler.</li> </ul>			

er om lag lik den utviklingen som har vært i Norge.

Produksjonen av biler avhenger av store investeringer i stedbundne produksjonsanlegg og høye kostnader i forbindelse med produksjonsutvikling. Bilmarkedet preges derfor av noen store aktører, som har konsentrert produksjonen til et relativt begrenset antall land. Den monopolistiske konkurransen i markedet for kjøretøy fører til at produsentene i stor grad har kunnet velte høyere produksjonskostnader over i høyere utsalgspriser. Bilprisene følger derfor i stor grad lønnsveksten per pro-

duert enhet i industrien. Indeksen stiger jevnt gjennom første halvdel av 1990-tallet. I etterkant av Asia-krisen falt prisene, men har siden tatt seg noe opp igjen.

## Avsluttende merknader

Importvarene utgjør 28 prosent av KPI-JAE. Konsumprisene på importvarene påvirkes imidlertid ikke bare av prisimpulser fra utlandet. Lønnskostnader, marginer og

indirekte skatter vil også være viktige komponenter. Dette innebærer at de reelle direkte utenlandske prisimpulsene til KPI-JAE er vesentlig mindre enn de 28 prosentene gir inntrykk av. For mange varer vil den innenlandske komponenten være over 50 prosent.

Det er knyttet usikkerhet til den nye indikatoren for internasjonale prisimpulser til norske konsumvarer. Det er betydelige beregningstekniske problemer. Blant annet er det vanskelig presist å anslå virkningen av at importen vris i retning av lavkostnadsland. De beregnede prisnivåene hos handelspartnerne kan være feilaktige. Prisnivåene beregnet i Verdensbanken baseres på hva konsumentene kan kjøpe av varer og tjenester for en bestemt sum i landets egen valuta. Dette tilsvarer derfor ikke nødvendigvis det prisnivået som er i produksjonen av de varer som landet eksporterer. Trolig er varer som produseres for eksport, mer kapitalintensive enn det som gjelder for BNP samlet i lavkostland. Kostnadene ved å produsere for eksempel klær vil i tilfelle være høyere enn ved øvrig produksjon som inngår i samlet BNP. Det kan også tenkes at eksportører fra lavkostland setter prisene bare noe lavere enn hos konkurrentene for å vinne markedsandeler. Prisnivået for importen fra lavkostland kan således være høyere enn hva beregningene ut fra kjøpekraftskorrigert BNP antyder.

På den andre siden kan den nye indikatoren overvurderer prisimpulsene fra utlandet. Dette har særlig sammenheng med at det for mange av varene er tatt utgangspunkt i konsumprisene hos handelspartnerne. Konsumprisene omfatter også påslag for lønn og andre innenlandske kostnader i distribusjonen. Disse kostnadene vil gjennomgående øke mer enn innkjøpsprisene på de handlede varene.

Et annet problem knyttet til å benytte konsumpriser i stedet for produsentpriser er at det tar tid før endringer i produsentprisene slår igjennom i konsumprisene. De virkelige internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi kan dermed komme før de registreres av indikatoren.

Det arbeides med å bedre det tallmessige grunnlaget for indikatoren. Det vil være ønskelig å erstatte konsumpriser med produsentprisene, men foreløpig finnes ikke internasjonale databaser som har en tilstrekkelig oppsplitting av produsentpriser på varegrupper. Prisstatistikken i fremvoksende økonomier, som blant annet Kina, er mangelfull, men over tid vil kvaliteten bedres. Dette vil også bidra til en mer presis indikator for de internasjonale prisimpulsene.

Samlet sett er det likevel grunn til å tro at indeksen bidrar til at vi på en bedre måte enn før fanger opp impulsene fra utlandet til prisutviklingen på konsumvarer i Norge.

## Referanser:

Melchior, Arne (1994): «Helping your industry at the greatest cost. The story of Norwegian textile quotas», *NUPI report* no 171, Norsk Utenrikspolitisk Institutt

Høegh-Omdal, Kristine og Wilhelmsen, Bjørn Roger (2002): «Effekter av handelsliberalisering på klesprisene og på samlet konsumprisvekst», *Penger og Kreditt* (3/2002) s 172-131

Verdens handelsorganisasjons nettportal, [www.wto.org](http://www.wto.org)

# Hva påvirker gjeldsveksten i husholdningene?

Dag Henning Jacobsen, konsulent i Avdeling for finansinstitusjoner, og Bjørn E. Naug, seniorrådgiver i Forskningsavdelingen<sup>1</sup>

Husholdningenes gjeld har økt med 10–11 prosent per år siden 2000. Vi analyserer faktorer bak den sterke gjeldsveksten med utgangspunkt i en empirisk modell. Vi finner at gjeldsøkningen de siste årene har sammenheng med utviklingen i boligmarkedet og med rentenedgangen siden desember 2002. Sterk boligprisvekst fra 1998 til 2001 bidro til at gjeldsveksten holdt seg oppe også da boligprisene falt i siste del av 2002 og inn i 2003. Det avspeiler at det bare er en liten del av boligmassen som omsettes hvert år. Selv om boligprisene flater ut etter å ha økt, vil det i lang tid være boliger som selges til en høyere pris enn sist de ble omsatt. En økning i boligprisene vil derfor bidra til gjeldsvekst i en lang periode. Husholdningene kan øke gjelden ytterligere ved å ta opp lån til forbruk og investeringer med sikkerhet i de økte boligverdiene. Denne typen opplåning har trolig også økt de siste årene.

## 1 Innledning

Norges Bank skal fremme prisstabilitet og finansiell stabilitet. Pengepolitikken er rettet inn mot lav og stabil inflasjon, definert som en årsvekst i konsumprisene som er nær 2½ prosent over tid. Samtidig kan pengepolitikken påvirke den finansielle stabiliteten, siden renten har betydning for gjelden i privat sektor og for prisene på boliger og verdipapirer. Sterk vekst i gjeld og formuespriser kan gi finansielle ubalanser (Borio og Lowe 2002). Slike ubalanser kan svekke stabiliteten i finansiell sektor og gi ustabil inflasjon og sysselsetting (Langbraaten 2001).

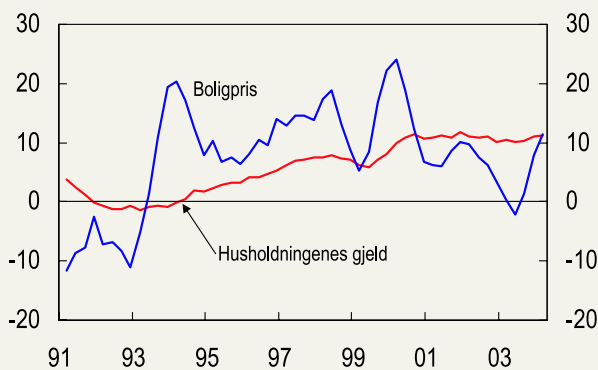
Husholdningenes gjeld har økt med 10–11 prosent årlig de siste fem årene. Den sterke gjeldsveksten blir ofte sett i sammenheng med stigende boligpriser og stor omsetning i boligmarkedet. Gjeldsveksten holdt seg imidlertid over eller nær 10 prosent også da boligprisene falt i siste del av 2002 og inn i 2003, se figur 1. Det indikerer at gjelden påvirkes med et betydelig tidssetterslep når boligprisene endres. Rentenedgangen siden desember 2002 kan forklare hvorfor gjeldsveksten økte i andre halvdel av 2003 og i første kvartal av 2004.

Formålet med denne artikkelen er å belyse forhold som påvirker gjeldsveksten i husholdningene. Spesielt søker vi å belyse hvordan gjeldsveksten avhenger av utviklingen i boligmarkedet. Vi estimerer en modell for husholdningenes bruttogjeld på kvartalsdata fra første kvartal 1994 til første kvartal 2004. Modellen inneholder effekter av boligpriser, boligmassen, antall boligomsetninger, bankenes utlånsrente, arbeidsledighetsraten, de samlede lønnsinntektene i økonomien og antall studenter i alderen 20–24 år som andel av totalbefolkningen. En tidligere versjon av modellen ble presentert i Inflasjonsrapport 2/2003.

## 2 Hva påvirker husholdningenes gjeld?

Husholdningenes gjeld bestemmes av låneetterspørselen og bankenes utlånspolitikk. I dette avsnittet diskuterer vi (a) sammenhenger mellom husholdningenes gjeld og deres tilpasning i boligmarkedet, (b) etterspørselen etter lån til konsum og andre investeringer og (c) bankenes atferd.

**Figur 1** Boligpriser og husholdningenes bruttogjeld. Prosentvis endring over fire kvartaler



Kilde: Norges Eiendomsmeglerforbund, Eiendomsmeglerforetakenes forening, FINN.no, ECON og Norges Bank

### *Sammenhenger mellom husholdningenes gjeld og deres tilpasning i boligmarkedet*

Husholdningenes gjeld er i stor grad knyttet til kjøp av bolig. En husholdning som kjøper bolig for første gang, vil normalt lånefinansiere det meste av kjøpet. Etablerte husholdninger vil også normalt øke opplåningen dersom de kjøper en dyrere bolig enn den de eier fra før. Utviklingen i boligmarkedet er derfor viktig for gjeldsveksten. Siden ulike former for boligomsetning har forskjellige virkninger på bruttogjelden, er det nyttig å klassifisere denne omsetningen. Vi skiller mellom kjøp av nye boliger, førstegangskjøp og sistegangssalg av bruktboliger samt omsetning av bruktboliger mellom husholdninger der husholdningene verken går inn i eller ut av boligmarkedet.

<sup>1</sup> Takk til Arne Bråten, Kjersti-Gro Lindquist, Kjetil Olsen, Tore Anders Husebø, Bent Vale, Hanne A. Gravningsmyhr og Jens Olav Sporastøyl for nyttige innspill og kommentarer. Analysen er utført ved bruk av PcGive 10,1 (Hendry og Doornik 2001) og Stamp 6,2 (Koopman, Harvey, Doornik og Shepard 2000).

### *Kjøp av ny bolig*

Dersom en husholdning tar opp lån for å kjøpe en ny bolig, er det rimelig å anta at den samlede bruttogjelden i husholdningene vil øke tilsvarende. Det skyldes at selgeren normalt ikke er en annen husholdning som kan bruke salgssummen til å nedbetale gjeld. Vekst i boligmassen vil derfor, for gitt nivå på boligprisene, gi økt bruttogjeld i husholdningene. Økt pris på nye boliger vil øke gjelden ytterligere.

### *Førstegangskjøp og sistegangssalg av bruktbolig*

Når en husholdning går inn i markedet for bruktboliger, vil en annen husholdning nødvendigvis måtte gå ut. Denne husholdningen vil få frigjort midler. Dersom de frigjorte midlene benyttes til andre formål enn å nedbetale gjeld, vil husholdningenes samlede bruttogjeld øke dersom kjøperen lånefinansierer en del av kjøpet. Hvis en del av de frigjorte midlene benyttes til å nedbetale gjeld, vil den totale bruttogjelden øke dersom kjøperens gjeldsøkning er større enn selgerens gjeldsreduksjon. En husholdning som går ut av boligmarkedet, vil normalt ha gått inn i markedet for flere år siden. Det gjenstående boliglånet vil derfor normalt være mindre enn lånet til førstegangskjøperen. Dermed øker den samlede bruttogjelden når boligen omsettes.

Hva skjer med gjelden dersom prisen på bruktboliger øker? Vi betrakter en førstegangskjøper som lånefinansierer hele kjøpet av en bruktbolig. Dersom prisen på boliger øker, vil det kreve et større låneopptak for å kjøpe boligen enn forrige gang den ble omsatt. Prisøkningen bidrar derfor til å øke kjøperens gjeld. Husholdningen som går ut av bruktboligmarkedet, får frigjort større midler når boligprisen øker. Gjelden er imidlertid upåvirket. Prisøkningen vil derfor gi økt bruttogjeld for husholdningene under ett.

### *Omsetning mellom husholdninger der husholdningene verken går inn i eller ut av markedet for bruktboliger*

Vi betrakter en situasjon der det kun er brukte boliger som omsettes, og der ingen går inn i eller ut av markedet for bruktboliger. Noen husholdninger ønsker å kjøpe en bolig som er større (og dyrere) enn den de eier. For at de skal kunne realisere dette ønsket, må andre husholdninger ønske å kjøpe en mindre (og billigere) bolig. Vi ser først på en situasjon der boligprisene ikke er endret. Husholdningene som kjøper en dyrere bolig, selger sin gamle bolig og finansierer mellomlegget ved låneopptak. De som kjøper en billigere bolig, får frigjort midler. Den totale bruttogjelden vil være uendret dersom de frigjorte midlene i sin helhet brukes til å nedbetale gjeld. Gjelden vil imidlertid øke dersom en del av de frigjorte midlene benyttes til forbruk.

Hva skjer med gjelden dersom boligprisene øker i dette tilfellet? Anta at boligprisene øker med 10 prosent per kvadratmeter. Dersom en skal kjøpe et gitt antall kvadratmeter ekstra, vil mellomlegget også øke med 10

prosent. Dermed øker gjelden for de som lånefinansierer en del av mellomlegget. De som kjøper en mindre og billigere bolig, får frigjort større midler enn før prisøkningen. De får imidlertid ikke mer gjeld å nedbetale. Prisøkningen vil derfor gi økt bruttogjeld for husholdningene under ett. Økningen er større desto mindre av de frigjorte midlene som benyttes til å nedbetale gjeld.

### *Nærmere om betydningen av omsetning*

Eksemplene over viser at den samlede gjelden kan eller vil øke når boliger omsettes. Denne gjeldsøkningen vil bli reversert etter hvert som gjelden nedbetales. Anta imidlertid at omsetningshastigheten øker permanent. Da vil det hele tiden være flere personer enn tidligere som har tatt opp lån nylig. Dermed vil gjeldsnivået øke, også på lang sikt. Tilpasningen til det nye gjeldsnivået vil være relativt treg. Anta at det opprinnelig omsettes 10 bruktboliger per år og at det til hver omsetning er én husholdning som tar opp lån. Anta videre at omsetningen øker til 20 bruktboliger per år. Antall husholdninger som har tatt opp boliglån de siste 5 årene, vil da øke fra 50 til 60 det første året. Året etter vil antallet øke fra 60 til 70. Etter 5 år vil det være 100 personer som har tatt opp boliglån de siste 5 årene. Dette er det nye «likevektsnivået».

Kanalene fra boligprisøkning til gjeldsøkning beskrevet over, avhenger av at boliger omsettes. Dersom omsetningen øker, vil virkningen av økt boligpris bli forsterket. Det er grunn til å tro at økte boligpriser sammenfaller med økt omsetning: Økt etterspørsel etter boliger vil gi økt pris og økt omsetning dersom tilbudet av brukte boliger avhenger positivt av prisen, noe som er rimelig. I perioder med lav etterspørsel og lave priser vil mange vente med å selge til prisene tar seg opp. Økt omsetning kan også gi økt opplåning til å dekke meglerhonorarer, utgifter til dokumentavgift og utgifter til oppussing og kjøp av møbler og hvitevarer.

### *Økte boligpriser vil bidra til gjeldsvekst i en lang periode*

Anta nå at boligprisene øker (sterkt) for deretter å stabilisere seg på et nytt nivå. En del boliger omsettes under prisøkningen, og husholdningenes bruttogjeld øker gjennom kanalene beskrevet ovenfor. Etter hvert stabiliserer prisene seg, men i lang tid vil det være boliger som omsettes til en høyere pris enn sist de ble omsatt. I prinsippet vil prisøkningen bidra til gjeldsvekst inntil hele boligmassen er omsatt til det nye prisnivået. Om lag fire prosent av boligmassen ble omsatt i 2001.<sup>2</sup> Dersom fire prosent av boligmassen omsettes hvert år, vil en prisøkning i dag teoretisk sett kunne bidra til gjeldsvekst i 25 år.

### *Etterspørselen etter lån til konsum og andre investeringer*

En del husholdninger tar opp lån til oppussing, finansinvesteringer, kjøp av biler og andre varige forbruks-goder

<sup>2</sup> Anslaget er basert på omsetningstallene benyttet nedenfor og data for antall bebodde boliger fra Folke- og bolig tellingen 2001.

samt til kjøp av hus, hytter og leiligheter som ikke benyttes til daglig. Denne låneetterspørselen avhenger i stor grad av rentekostnadene, boligformuen, husholdningenes inntekter og deres vurdering av framtidig betalingsevne.

Økte inntekter og/eller lavere rentekostnader gjør at husholdningene kan bære en større gjeld. I tillegg vil det bli relativt mer attraktivt å låne framfor å spare dersom renten går ned. Dermed øker etterspørselen etter lån. Vurderingen av framtidig betalingsevne er trolig følsom overfor endringer i arbeidsmarkedet. Økt arbeidsledighet kan gi forventninger om lavere lønnsvekst og økt usikkerhet om framtidige inntekter. Det vil dempe låneetterspørselen.

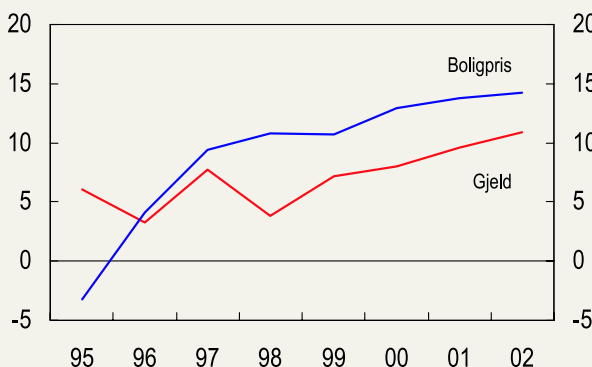
En økning i boligprisene kan gi økt låneetterspørsel til konsum og andre investeringer via en formueseffekt og via en priseffekt.<sup>3</sup> Økte boligpriser gir økt boligformue. Den forventede sluttformuen (arvebeløpet) vil også øke dersom prisøkningen forventes å være varig. En del husholdninger kan ønske å ta ut noe av denne gevinsten i økt konsum. De vil da enten redusere finansformuen eller øke etterspørselen etter lån. Prisøkningen kan også bidra til å redusere den lånerenten som husholdningene står overfor (priseffekten). Det avspeiler at (i) boliglån er sikret med pant i bolig og (ii) andre typer lån har svakere eller ingen sikkerhet – og derfor høyere rente. Panteverdien på boliger øker dersom bankene eller andre kredittyttere forventer at prisøkningen vil vare ved. Dermed øker muligheten til å ta opp lån med sikkerhet i boligen, til lavere rente enn på andre lån. Den økte panteverdien kan også gi lavere rente på boliglån.

Siden boligprisene har falt i perioder de siste 20 årene, vil ikke en prisøkning uten videre blir oppfattet som varig. Banker og husholdninger vil trolig «vente og se» før de eventuelt endrer tilpasning. Det trekker i retning av at gjelden blir påvirket med et tidsetterslep når boligprisene endres.

Empiriske studier finner støtte for at boligprisene har betydning for det private konsumet i Norge.<sup>4</sup> Godt voksne personer – med lavt gjenstående boliglån – kan være særlig tilbøyelige til å ta opp lån til forbruk og andre investeringer med sikkerhet i (økte) boligverdier. Gjelden i godt voksne aldersgrupper har økt betydelig de siste årene. Figur 2 indikerer at gjeldsøkningen har sammenheng med den forutgående oppgangen i boligprisene. Gjeldsøkningen kan også avspeile et skift i husholdningenes preferanser: Det kan ha blitt mer akseptert å etterlate seg belånte boliger til neste generasjon. Veksten i boligprisene kan ha bidratt til dette ved å gi økt (forventet) sluttformue for voksne husholdninger. Den økte boligformuen har redusert behovet for å spare finansformue til neste generasjon.

De fleste studenter tar opp studielån. I tillegg vil personer med høyere utdanning normalt ta opp høyere

**Figur 2** Gjeld for personer i alderen 55-66 år og boligpriser fremskjøvet 2 år. Gjennomsnittlig vekst over tre år. Prosent



Kilde: Norges Eiendomsmeidlerforbund, Eiendomsmeidlerforetakenes forening, FINN.no, ECON, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

boliglån enn de som ikke har studert (alle andre forhold like). Det er derfor grunn til å tro at bruttogjelden vil øke med andelen studenter i befolkningen. En økning i studentandelen vil bidra til gjeldsvekst i en lang periode. For det første øker de fleste studielån over hele studieperioden. For det andre vil det, for gitt totalbefolkning, være flere nye studenter hvert år enn tidligere. Dermed vil andelen personer med utdanning (og studielån) øke over flere år. Bidraget til gjeldsveksten vil dø ut når denne andelen stabiliserer seg (jf. tilsvarende resonnement i avsnittet om endret omsetning over).

### Bankenes atferd

Husholdningene tar opp en stor del av sin gjeld i private banker. Bankenes utlånspolitikk kan derfor være viktig for gjeldsveksten. Denne politikken avhenger av lønnsomheten i bankene og av kundenes (forventede) betalingsevne og panteverdier.<sup>5</sup> Bankene kan bli mer tilbakeholdne med å gi lån dersom lønnsomheten svekkes eller dersom kundene får dårligere betalingsevne eller panteverdier. Da kan en del kunder bli rasjonerte eller få så dårlige lånebetingelser at de ikke (lenger) ønsker å ta opp lån. Lånetilbudet vil derfor avhenge positivt av husholdningenes boligformue og inntekter, herunder renteinntekter og -utgifter. Økt arbeidsledighet vil, som omtalt over, gi forventninger om lavere lønnsvekst og økt usikkerhet om husholdningenes framtidige betalingsevne. Det vil trolig dempe tilbudet av kreditt til husholdninger.<sup>6</sup> Økte mislighold, både blant bedrifter og husholdninger, kan også gjøre at bankene blir mer tilbakeholdne med å gi lån til husholdningene.

Denne diskusjonen indikerer at tilgangen på kreditt vil ha en selvstendig betydning for etterspørselen etter boliger. I så fall bør en i utgangspunktet modellere boligpri-

<sup>3</sup> Se Skjæveland (1989) for en teoretisk diskusjon av sammenhenger mellom boligpriser og husholdningenes (låneopptak til) konsum. Betydningen av slike sammenhenger har vært diskutert i en rekke avis- og tidsskriftsartikler de siste årene; se for eksempel Debelle (2004), Langbraaten (2001), Langbraaten og Lohrmann (2001) og artikler i *The Economist*.

<sup>4</sup> Se Brodin og Nymoen (1992), Eika og Nymoen (1992), Harilstad og Nymoen (1993), Brubakk (1994), Frøiland (1999), Eitheim, Jansen og Nymoen (2002), Boug, Dyvi, Johansen og Naug (2002, kapittel 5.3) og Erlandsen (2003).

<sup>5</sup> Se Stiglitz (1992, avsnittene 6.2–6.3) for en teoretisk diskusjon.

<sup>6</sup> Frøyland og Larsen (2002) estimerer en modell for bankenes tap på utlån til husholdningene. De finner at tapene øker med gjelden, rentenivået og arbeidsledighetsraten; økte inntekter og boligformue gir lavere tap.

sene og husholdningenes gjeld simultant. Vi finner imidlertid ikke signifikante effekter av husholdningenes gjeld i boligprismodellen som er presentert i Finansiell stabilitet 1/2004;<sup>7</sup> bankenes atferd fanges opp av andre variable i modellen (boligpris, rente, ledighet, boligmasse og lønnsinntekter). Gjeldslikningen nedenfor er derfor estimert med minste kvadraters metode. Vi tester imidlertid for effekter av mislighold.

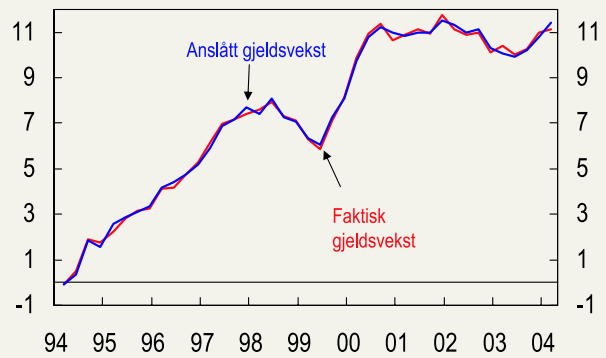
### 3 En modell for husholdningenes gjeld

Vi modellerer husholdningenes innenlandske bruttogjeld slik den måles i kredittindikatoren K2. Denne gjelden består av utlån fra innenlandske banker, kredittforetak, finansieringsselskaper, statlige låneinstitutter, livs- og skadeforsikringsselskaper, private og kommunale pensjonskasser og pensjonsfond, Statens Pensjonskasse og Norges Bank. I tillegg inngår husholdningenes obligasjons- og sertifikatgjeld tatt opp i det innenlandske markedet. K2-tallene for husholdningenes gjeld går tilbake til desember 1995. Vi har forlenget tidsserien bakover med vekstratene for husholdningens bruttogjeld slik den måles i databasen til RIMINI (en makromodell utviklet i Norges Bank). Denne gjelden består av skattegjeld, utenlandsgjeld, gjeld til ikke-finansielle foretak og gjelden som inngår i K2 fratrukket obligasjons- og sertifikatgjeld.

Vi startet med en fleksibel dynamisk modell som inneholdt effekter av boligpriser, boligmassen, antall boligomsetninger, bankenes utlånsrente etter skatt<sup>8</sup>, arbeidsledighetsraten, de samlede lønnsinntektene<sup>9</sup> i økonomien, antall misligholdte lån (både for husholdninger og for publikum totalt) og antall studenter i alderen 20–24 år som andel av totalbefolkningen. I tillegg inkluderte vi en stokastisk trend<sup>10</sup> for å fange opp effekter av endrede preferanser blant godt voksne aldersgrupper i estimeringsperioden. Deretter forenklet vi den generelle modellen ved å legge restriksjoner på koeffisientene som ikke ble forkastet av data og som lettet tolkningen av dynamikken.

Antall misligholdte lån får signifikant, negativ effekt dersom vi starter estimeringen i 2. kvartal 1993 eller tidligere (vi har misligholdstall for perioden 3. kvartal 1990 til 4. kvartal 2003). Misligholdsvariablene får insignifikant og positiv effekt dersom vi i stedet starter estimeringen i 1. kvartal 1994 eller senere. Disse resultatene indikerer at (i) stort mislighold, både blant bedrif-

**Figur 3** Faktisk og anslått bruttogjeld i husholdningene. Prosentvis endring over fire kvartaler



Kilde: Norges Bank

ter og husholdninger, bidro til at bankene begrenset kredittveksten i perioden rett etter bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet og (ii) utviklingen i misligholdet ikke har hatt vesentlig betydning for gjeldsveksten etter 1993, til tross for at antall misligholdte lån har økt de siste årene. Vi velger derfor å starte estimeringen i 1. kvartal 1994.<sup>11</sup>

Vi forenklet trenden til en konstant uten at føyningen ble signifikant svekket. Vi fant med andre ord ikke signifikante effekter av endrede preferanser (i estimeringsperioden) ut over det som fanges opp av variable i modellen.<sup>12</sup> Vekst i boligprisene kan ha endret preferansene til godt voksne husholdninger de siste årene, se avsnitt 2.

Den foretrukne modellen er spesifisert i en egen ramme. Modellen er en feiljusteringsmodell for logaritmen til husholdningenes bruttogjeld. Den inneholder effekter av boligpriser, boligmassen, omsetning, nominell rente<sup>13</sup>, ledighet, lønnsinntekter og studentandelen omtalt over. Figur 3 viser at modellen føyer godt.

#### *Hvordan påvirkes gjelden av skift i forklaringsfaktorene?*

Modellen impliserer at husholdningenes bruttogjeld vil øke med 1¼ prosent gjennom det første året og med 10 prosent på lang sikt dersom boligprisene øker permanent med 10 prosent og de øvrige faktorene ligger fast. Resultatene bekrefter at økte boligpriser vil bidra til gjeldsvekst i en lang periode, se figur 4. Om lag halvparten av effekten er utspilt etter 3½ år, mens nitti pro-

<sup>7</sup> Modellen er estimert med data fra 2. kvartal 1990 til 1. kvartal 2004. Husholdningenes gjeld inngår signifikant i modeller for norske boligpriser som er estimert med data fra 1980- og 90-tallet; se Eitheim (1993) og Boug m.fl. (2002).

<sup>8</sup> Vi prøvde også å inkludere ulike mål for realrenten etter skatt. Likninger med konstante inflasjonsforventninger føyde best. Vi utelater derfor inflasjonsforventningene fra modellen (virkninger av konstante inflasjonsforventninger blir fanget opp av konstantleddet).

<sup>9</sup> Skattemotiverte svingninger i aksjeutbytte har hatt stor betydning for den målte utviklingen i husholdningenes inntekter de siste årene. Vi velger derfor å benytte lønnsinntekter i stedet for disponibel inntekt som forklaringsvariabel.

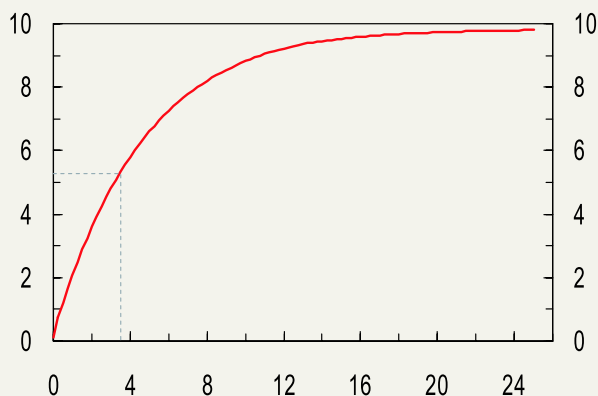
<sup>10</sup> En stokastisk trend er mer fleksibel enn en lineær (deterministisk) trend, og kan fange opp effekter av utelatte variable som svinger. Formuleringen er beskrevet i Koopman m.fl. (2000).

<sup>11</sup> Vi kunne i stedet estimert en modell der parametrene varierer mellom ulike «regimer». Aron og Muellbauer (2000) estimerer en slik modell for gjeldsveksten i sørafrikanske husholdninger.

<sup>12</sup> Konklusjonen blir den samme dersom vi tester for slike effekter ved bruk av dummyvariable.

<sup>13</sup> Vi utelater skattefradraget for gjeldsrenter, da det er konstant over hele estimeringsperioden.

**Figur 4** Endring i bruttogjeld når boligprisene øker permanent med ti prosent. Prosentvis endring over tid (0-25 år)



Kilde: Norges Bank

sent av virkningen er uttømt etter 10½ år. Etter 25 år har gjelden økt med 9¾ prosent.

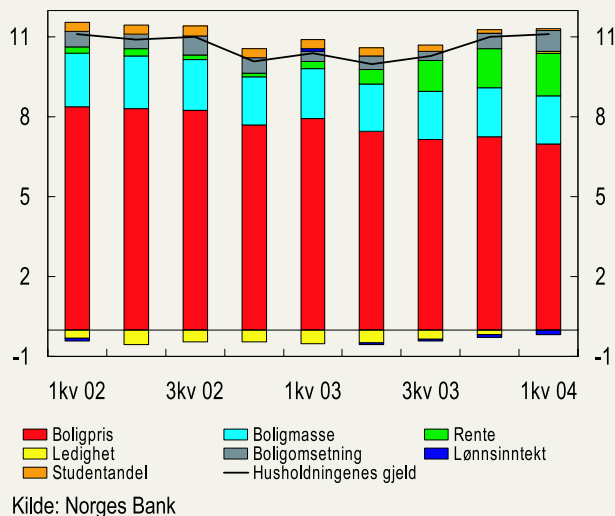
En økning i boligmassen med 10 prosent vil også øke gjelden med 10 prosent på lang sikt, for gitt boligpris. I tråd med diskusjonen over har vi pålagt at langtids-effekten av endret boligmasse nås allerede i det første kvartalet. Denne restriksjonen blir ikke forkastet av data. Utviklingen i boligmassen vil også påvirke gjelden ved å påvirke boligprisene. Boligprismodellen i Finansiell stabilitet 1/2004 impliserer at boligprisene vil falle med 17 prosent på lang sikt dersom boligmassen øker med 10 prosent. Økt boligmasse gir dermed lavere gjeld på lang sikt når vi tar hensyn til at boligprisene også påvirkes.

Ifølge modellen vil gjelden øke med 17 prosent på lang sikt dersom omsetningen øker med 10 prosent (omsetningen økte med 12½ prosent fra 2000 til 2003). Tilpasningen er treg: Gjelden har kun økt med 7 prosent etter 2 år og med 10 prosent etter 4 år. Den trege tilpasningen er i tråd med diskusjonen i avsnitt 2.

Modellen impliserer at gjelden vil falle med ½ prosent gjennom det første året og med 1¾ prosent på lang sikt dersom bankenes utlånsrente øker med ett prosentpoeng og de øvrige variablene ligger fast. En renteøkning vil også påvirke gjeldsveksten gjennom flere av de andre variablene i modellen. Boligprislikningen i Finansiell stabilitet 1/2004 impliserer at boligprisene vil falle med 3¼ prosent dersom renten øker med ett prosentpoeng og andre forklaringsfaktorer for boligprisene er uendrede.

Analysen indikerer at gjelden kun vil falle med ½ prosent de to første årene dersom ledighetsraten øker fra 4 til 5 prosent og de øvrige variablene ligger fast; langtids-effekten er lik null. En økning i lønnsinntektene har også beskjedne effekt på gjelden for gitt boligpris. Gjeldsveksten er likevel følsom overfor endringer i

**Figur 5** Husholdningenes gjeld og beregnede bidrag fra forklaringsfaktorene i modellen. Bidrag i prosentpoeng til firekvartalersveksten



Kilde: Norges Bank

ledighet og lønnsinntekter, siden disse variablene har sterk innflytelse på boligprisene (ifølge boligprislikningen i Finansiell stabilitet 1/2004). Husholdningenes gjeld øker med 6 prosent dersom studentandelen øker med 10 prosent. Om lag halvparten av effekten er utspilt etter fire år, jf. diskusjonen i avsnitt 2.

### Dekomponering av gjeldsveksten

Begynnelsen av 1990-tallet var preget av bankkrise, høy rente og høy arbeidsledighet. Problemene i bankene bidro trolig til å begrense gjeldsveksten (se over). Siden har rentenivået og arbeidsledigheten falt betydelig. Det har gitt en kraftig økning i boligprisene, se figur 1 og boligprislikningen i Finansiell stabilitet 1/2004. Vi finner at en økning i boligprisene vil bidra til gjeldsvekst i en lang periode. Gjeldsveksten de siste 10–15 årene kan derfor delvis tolkes som en tilpasning fra en situasjon med bankkrise, høy rente og høy ledighet til en ny situasjon med relativt lav rente, relativt lav ledighet og et velfungerende kredittmarked.

Figur 5 dekomponerer gjeldsveksten de siste to årene i tråd med den estimerte modellen (se vedlegg for omtale av beregningsmetoden). Beregningene viser at vekst i boligprisene trakk opp firekvartalersveksten med rundt 8 prosentpoeng i perioden 1. kvartal 2002 til 1. kvartal 2003. Dette illustrerer at gjelden påvirkes med et betydelig tidsetterslep når boligprisene endres: Selv om boligprisene falt i siste del av 2002 og inn i 2003, ble gjeldsveksten holdt oppe av den kraftige prisøkningen fra 1998 til 2001. Bidraget fra boligprisene har avtatt det siste året som følge av den svake prisutviklingen i siste del av 2002 og første del av 2003. Økt boligomsetning bidro positivt til gjeldsveksten i perioden 1. kvartal 2002 til 1. kvartal 2004.

## En modell for husholdningenes gjeld

$$\begin{aligned} \Delta gjeld_t = & 1,00 \Delta boligmasse_t - 0,29 \Delta (gjeld - boligmasse)_{t-1} - 0,29 \Delta RENTE_t \\ & (2,64) \qquad \qquad \qquad (5,24) \\ & + 0,02 \Delta omsetning_{t-2} + 0,01 (\Delta_4 inntekt_t + \Delta boligpris_t) - 0,03 \Delta ledighet_t \\ & (3,01) \qquad \qquad (1,52) \qquad \qquad \qquad (3,89) \\ & - 0,07 [gjeld - boligpris - boligmasse + 1,70 RENTE - 0,17 omsetning - 0,64 studentandel]_{t-1} \\ & (7,41) \qquad \qquad (3,16) \qquad (1,36) \qquad (4,95) \end{aligned}$$

Estimeringsperiode: 1. kvartal 1994 – 1. kvartal 2004.

$\sigma = 0,0019$ ,  $DW = 2,20$ .

Estimeringsmetode: Minste kvadraters metode

Absolutte  $t$ -verdier er oppgitt i parentes under estimatene

$\Delta$  er en differensoperator:  $\Delta X_t = (X_t - X_{t-1})$ ,  $\Delta_4 X_t = (X_t - X_{t-4})$

Variablene og testobservatorene er definert ved (små bokstaver angir at variable er målt på logaritmisk skala):

<i>gjeld</i>	= Husholdningenes innenlandske bruttogjeld (Kilde: Norges Bank, NB)
<i>boligmasse</i>	= Boligmassen målt i faste priser (Kilde: Statistisk sentralbyrå, SSB)
<i>RENTE</i>	= Bankenes gjennomsnittlige utlånsrente. Målt som rate (Kilde: NB)
<i>omsetning</i>	= Antall boligomsetninger (Kilde: SSB og Norske Boligbyggelags Landsforbund, NBBL)
<i>inntekt</i>	= Samlet lønnsinntekt i økonomien. Avhenger av lønnsnivå og sysselsetting (Kilde: SSB)
<i>boligpris</i>	= Prisindeks for brukte boliger (pris per m <sup>2</sup> ) (Kilde: NEF, EFF, FINN.no, ECON og NB)
<i>ledighet</i>	= Arbeidsledighetsrate (Kilde: AETAT)
<i>studentandel</i>	= Antall studenter og elever i alderen 20–24 år som andel av befolkningen. Gjennomsnitt over fem kvartaler (Kilde: SSB)
$\sigma$	= Standardavviket til regresjonsresidualene
<i>DW</i>	= Durbin Watson observatoren

Uttrykket i klammeparentesen måler avvik mellom gjelden i forrige kvartal og en estimert langtidssammenheng mellom gjelden, boligprisene, boligmassen, bankenes utlånsrente, boligomsetningen og studentandelen. Modellen inneholder også et konstantledd og effekter av sesongvariasjon. Den har stabile koeffisienter og passerer standard tester for autokorrelasjon, normalitet og heteroskedastisitet. Gjelden, renten og boligmassen er målt ved utgangen av hvert kvartal. De øvrige variablene er målt som kvartalsgjennomsnitt. Verdiene av *RENTE* og *inntekt* for 1. kvartal 2004 er basert på anslag fra Inflasjonsrapport 1/2004.



Utviklingen i rente, ledighet, lønnsinntekter og boligmasse påvirker gjeldsveksten direkte og ved å påvirke boligprisene. Figur 5 viser at nybygging isolert har trukket opp firekvarteralsveksten med 2 prosentpoeng de to siste årene. Nybygging kan imidlertid ha dempet boligprisveksten med 3–4 prosentpoeng i samme periode, se utdypningen om boligpriser i Finansiell stabilitet 1/2004. Rentenedgangen siden desember 2002 har trukket opp gjeldsveksten med ½–1½ prosentpoeng det siste året for gitte boligpriser. I tillegg har rentenedgangen bidratt til å øke veksten i boligprisene. Det vil isolert sett gi økt gjeldsvekst de neste årene. Økt ledighet i 2002 og 2003 trakk ned gjeldsveksten med ¼–½ prosentpoeng i perioden 1. kvartal 2002 til 4. kvartal 2003. Utviklingen i ledigheten ga isolert sett et positivt bidrag til gjeldsveksten i 1. kvartal 2004. Den økte ledigheten i 2002 og 2003 har imidlertid dempet boligprisveksten. Utviklingen i lønnsinntektene har først og fremst påvirket gjeldsveksten ved å påvirke boligprisene.

## 4 Avslutning

Gjeldsveksten i norske husholdninger har vært høyere enn inntektsveksten de siste årene. Vi finner at den høye gjeldsveksten har sammenheng med utviklingen i boligmarkedet og rentenedgangen siden desember 2002. Sterk boligprisvekst fra 1998 til 2001 bidro til at gjeldsveksten holdt seg oppe da boligprisene falt i siste del av 2002 og inn i 2003. Det avspeiler at det bare er en liten del av boligmassen som omsettes hvert år. Selv om prisene stabiliserer seg etter en prisoppgang, vil det i lang tid være boliger som selges til en høyere pris enn sist de ble omsatt. En økning i boligprisene vil derfor bidra til gjeldsvekst i en lang periode. Gjelden kan øke ytterligere ved at husholdningene får økt sluttformue og bedre lånebetingelser når boligprisene øker: De vil da få økt motiv til å ta opp lån til forbruk og investeringer med sikkerhet i boligen. Denne typen opplåning har trolig økt de siste årene.

## Referanser

- Aron, Janine og John Muellbauer (2000): «Financial liberalisation, consumption and debt in South Africa». The Centre for the Study of African Economies Working Paper Series 132
- Borio, Claudio og Philip Lowe (2002): «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus». BIS Working Paper nr. 114
- Boug, Pål, Yngvar Dyvi, Per R. Johansen og Bjørn E. Naug (2002): *MODAG – en makroøkonomisk modell for norsk økonomi*. Sosiale og økonomiske studier 108, Statistisk sentralbyrå
- Brodin, P. Anders og Ragnar Nymoen (1992): «Wealth effects and exogeneity: the Norwegian consumption function». *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 54, s. 431–454
- Brubakk, Leif (1994): *Estimering av en konsumfunksjon for ikke-varige goder 1968–1991*. Rapporter 94/9, Statistisk sentralbyrå
- Debelle, Guy (2004): «Household debt and the macroeconomy». *BIS Quarterly Review*, mars 2004, s. 51–64
- Eika, Kari H. og Ragnar Nymoen (1992): «Finansiell konsolidering som konjunkturfaktor». *Penger og Kreditt* nr. 1/1992, s. 29–38
- Eitrheim, Øyvind, (1993): «En dynamisk modell for boligprisene i RIMINI». *Penger og Kreditt* nr. 4/1993, s. 288–297
- Eitrheim, Øyvind, Eilev S. Jansen og Ragnar Nymoen (2002): «Progress from forecast failure – the Norwegian consumption function». *Econometrics Journal* 5, s. 40–64
- Erlandsen, Solveig (2003): «Age structure effects and consumption in Norway, 1968(3)–1998(4)». Working Paper 2003/1, Norges Bank
- Frøiland, Gisle (1999): «Økonometrisk modellering av husholdningenes konsum i Norge. Demografi og formueseffekter». Notater 1999/86, Statistisk sentralbyrå
- Frøyland, Espen og Kai Larsen (2002): «Hvor sårbare er finansinstitusjoner for makroøkonomiske endringer? En analyse basert på stresstester». *Penger og Kreditt* nr. 2/2002, s. 77–82
- Harildstad, Anders og Ragnar Nymoen (1993): «Boligsalg og bilbestand: 1970–1990. En empirisk modell for personbilmarkedet». *Norsk Økonomisk Tidsskrift* 107, s. 23–40
- Hendry, David F. og Jurgen A. Doornik (2001): *Empirical econometric modelling using PcGive 10*. London: Timberlake Consultants
- Koopman, Siem Jan, Andrew C. Harvey, Jurgen A. Doornik og Neil Shepard (2000): *STAMP. Structural Times Series Analyser, Modeller and Predictor*. London: Timberlake Consultants
- Langbraaten, Nina og (2001): «Formuespriser – konsekvenser for pengepolitikken?». *Penger og Kreditt* nr. 4/2001, s. 198–205
- Langbraaten, Nina og Heidi Lohrmann (2001): «Formuespriser og konjunkturer – internasjonale erfaringer». *Penger og Kreditt* nr. 1/2001, s. 19–28
- Skjæveland, Arent (1989): «Gir økte boligpriser økt konsum?». *Sosialøkonomen* 43, nr. 1, s. 15–20
- Stiglitz, Joseph, E. (1992): «Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies». *European Economic Review* 36, s. 269–306

## Vedlegg: En metode for å dekomponere gjeldsveksten

Vi betrakter følgende forenkling av modellen i artikkelen:

$$(1) \quad y_t = \alpha x_t + \gamma z_t + \beta y_{t-1} + \varepsilon_t, \quad |\beta| < 1.$$

Her er  $y$  logaritmen til gjeldsnivået;  $x$  og  $z$  er forklaringsvariable;  $\alpha$ ,  $\gamma$  og  $\beta$  er parametere og  $\varepsilon$  er et restledd. Fotskriftene angir periode. Ved å tilbakedatere variablene og restleddet i (1) med én periode får vi:

$$(2) \quad y_{t-1} = \alpha x_{t-1} + \gamma z_{t-1} + \beta y_{t-2} + \varepsilon_{t-1}.$$

Likning (2) innsatt i likning (1) gir:

$$(3) \quad y_t = \alpha x_t + \alpha\beta x_{t-1} + \gamma z_t + \gamma\beta z_{t-1} + \beta^2 y_{t-2} + \beta\varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t.$$

Vi får følgende uttrykk ved å fortsette innsettingen bakover:

$$(4) \quad y_t = \alpha \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i x_{t-i} + \gamma \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i z_{t-i} + \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \varepsilon_{t-i},$$

hvor:

$$\alpha \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i x_{t-i} = \text{samlet bidrag fra } x \text{ til } y_t \text{ (bidrag fra } x_t, x_{t-1}, \dots, x_{t-\infty})$$

$$\gamma \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i z_{t-i} = \text{samlet bidrag fra } z \text{ til } y_t \text{ (bidrag fra } z_t, z_{t-1}, \dots, z_{t-\infty})$$

$$\sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \varepsilon_{t-i} = \text{samlet bidrag fra andre (utelatte) forklaringsfaktorer til } y_t$$

Siden  $|\beta| < 1$ , vil bidragene fra  $x_{t-i}$ ,  $z_{t-i}$  og  $\varepsilon_{t-i}$  til  $y_t$  avta gradvis når  $i \rightarrow \infty$ .

Vi benytter estimater for  $(\alpha, \gamma, \beta)$  og verdiene av  $(x_t, x_{t-1}, \dots, x_{t-80})$  og  $(z_t, z_{t-1}, \dots, z_{t-80})$  til å beregne bidragene fra  $x$  og  $z$  til  $y_t$ . Dernest dekomponerer vi gjeldsveksten over fire kvartaler ved å transformere de estimerte bidragene.

# 20-krone minnemynt til jernbanens 150-årsjubileum

Det er i år 150 år siden jernbanen ble etablert i Norge, og Norges Bank ga i den anledning ut en 20-krone sirkulasjonsmynt 1. juni 2004. Det første offisielle toget gikk på «Norsk Hoved Jernbane» fra Christiania til Eidsvoll i 1854. Åpningen av Hovedbanen ble starten på en revolusjon av transportsektoren i Norge omkring 50 år før de første bilene begynte å rulle på norske veier.

Norges Statsbaner ble opprettet i 1883, og Hovedbanen ble først innlemmet i denne statlige bedriften i 1926.

Mynten utgis som en sirkulasjonsmynt. Den er tvungent betalingsmiddel og utgis til pålydende. Mynten er utformet av formgiver ved Den Kongelige Mynt AS, Ingrid Austlid Rise. Den ordinære 20-kronemynten vil ikke bli preget med årstallet 2004.

## Myntenens data

Diameter:	27,5 mm
Tykkelse:	2,2 mm
Vekt:	9,9 g
Legering:	81% Cu, 10% Zn, 9% Ni
Rand:	Glatt

## Preg

### Advers:

H. M. Kong Harald Vs portrett i profil sett fra høyre. Rundt portrettet: HARALD V NORGES KONGE. Til venstre for portrettets halsavsnitt: kunstnerens signatur: IAR. Under portrettet: årstallet 2004 med Den Kongelige Mynts merke (hammer og bergsjern) til venstre og myntdirektør Magne Flågans merke til høyre.

### Revers:

Et utsnitt av jernbaneskiner med sporveksel. Jernbaneskiner som et tidløst symbol på jernbanedrift. Til høyre for togskinene: 20 KRONER og under dette på tvers av mynten: JERNBANEN 150 ÅR satt over hverandre i bunn.



# Nytt på nett fra Norges Bank

*Dokumenter mv. lagt ut på Norges Banks web-sider (www.norges-bank.no) i tiden fra forrige nummer av Penger og Kreditt fram til 28. juni 2004:*

## **Rapporter/Publikasjoner**

Penger og Kreditt 1/2004 (19. mars 2004)

Beretning og regnskap 2003. (19. mars 2004)

The global economy and recent policy developments in the International Monetary Fund. The Nordic-Baltic Office. International Monetary Fund. Report 1/2004 (23. april 2004)

Årsrapport om betalingsformidling 2004 (3. mai 2004)

Statens petroleumsfond. Rapport for første kvartal 2004 (24. mai 2004)

Oppsummeringer fra Norges Banks regionale nettverk, april 2004 (27. mai 2004)

Economic Bulletin 1/2004. (28. mai 2004)

Finansiell stabilitet 1/2004 (3. juni 2004)

Norges Banks skriftserie/Occasional Paper no. 33. «The Norwegian Banking Crisis» (22. juni 2004)

## **Taler og foredrag**

The economic outlook. Sentralbanksjef Svein Gjedrem

(Foredrag for det diplomatiske korps, Norges Bank, 18. mars 2003)

Pengepolitikken og den økonomiske utviklingen. Sentralbanksjef Svein Gjedrem

(Foredrag i SR-banken, Stavanger, 19. mars 2004)

Gjennomføringen av pengepolitikken. Sentralbanksjef Svein Gjedrem

(Foredrag på Norges Banks konferanse om pengepolitikken, 26. mars 2004)

Fleksibel inflasjonsstyring. Sentralbanksjef Svein Gjedrem

(Foredrag i Børsgruppen BI, 29. mars 2004)

Pengepolitikken og konjunkturutviklingen. Sentralbanksjef Svein Gjedrem

(Foredrag i Sparebank 1, Svalbard 22. april 2004)

Kronekursen og bedriftenes konkurransevne. Sentralbanksjef Svein Gjedrem

(Foredrag for Prosessindustriens Landsforening, 29. april 2004)

Pengepolitikken og konjunkturutviklingen. Sentralbanksjef Svein Gjedrem

(Foredrag i regi av Kunnskapsparken Bodø og Nordlandsbanken, Bodø, 3. mai 2004)

Pengepolitikken og konjunkturutviklingen. Sentralbanksjef Svein Gjedrem

(Foredrag i regi av Kompetansering Sør og Agderforskning, Kristiansand, 4. mai 2004)

Om pengepolitikk og kronen. Sentralbanksjef Svein Gjedrem

(Foredrag i regi av Industrinettverket Sunnhordland, Stord, 7. juni 2004)

Inflasjonsstyring - litt om teori og mest om praksis. Sentralbanksjef Svein Gjedrem

(Centre for Monetary Economics/BI, Oslo 8. juni 2004)

## **Brev og uttalelser avgitt av Norges Bank**

Høring – tilpasninger i pensjonslovgivningen som følge av ikrafttredelse av forskrift om verdipapirfonds handel med derivater. (Norges Banks brev av 14. april 2004 til Finansdepartementet)

Høring – begrenset revisjon av verdipapirloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv (Norges Banks brev av 30. april 2004 til Finansdepartementet)

Høring – forslag til gjennomføring av direktiv 2002/87/EF om utvidet tilsyn med finansielle konglomerater (Norges Banks brev av 19. april 2004 til Finansdepartementet)

Høring – forslag til gjennomføring av direktiv 2001/24/EF om reorganisering og avvikling av kredittinstitusjoner. (Norges Banks brev av 29. april 2004 til Finansdepartementet)

Høring av NOU 2004:1 Modernisert folketrygd – bærekraftig pensjon for framtida (Norges Banks brev av 14. mai 2004 til Finansdepartementet)

Norges Banks rapport om finansiell stabilitet - juni 2004 (Norges Banks brev av 28. mai 2004 til Finansdepartementet)

Forslag til gjennomføring av direktiv 2002/92/EF om forsikringsmegling (Norges Banks brev av 3. juni 2004 til Finansdepartementet)

## **Rundskriv**

(ingen)

## **Pressemeldinger**

Penger og Kreditt nummer 1/2004 (*19. mars 2004*)

Penge- og kredittstatistikk (*31. mars 2004*)

Norges Bank holder renten uendret på 1,75 prosent (*21. april 2004*)

Norges Bank Watch med ny rapport (*22. april 2004*)

Penge- og kredittstatistikk (*30. april 2004*)

Elektroniske betalingstjenester overtar (*5. mai 2004*)

Jernbanens 150-årsjubileum markeres med 20-kronemynt (*13. mai 2004*)

Norges Bank holder renten uendret på 1,75 prosent (*26. mai 2004*)

Avkastning 2,9 prosent på Petroleumsfondet i første kvartal (*24. mai 2004*)

Penge- og kredittstatistikk (*1. juni 2004*)

Noe bedre utsikter for finansiell stabilitet, men økt sårbarhet i husholdningene (*3. juni 2004*)

## **Videoopptak fra pressekonferanser**

Rentemøte. Pressekonferanse (*21. april 2004*)

Statens petroleumsfond. Rapport for første kvartal 2004. Pressekonferanse (*24. mai 2004*)

Rentemøte. Pressekonferanse (*26. mai 2004*)

Finansiell stabilitet 1/2004. Pressekonferanse (*3. juni 2004*)

## **Working Papers, Reprints og Staff Memo**

Working Paper 2004/5. Steinar Holden and Fredrik Wulfsberg: Downward nominal wage rigidity in Europe.

Working Paper 2004/6. Randi Næs: Ownership structure and stock market liquidity.

Working Paper 2004/7. Johannes A. Skjeltorp and Bernt-Arne Ødegaard: The ownership structure of repurchasing firms.

Working Paper 2004/8. Johannes A. Skjeltorp: The market impact and timing of open market share repurchases in Norway.

Staff Memo 1/2004. Strategisk allokering i valutareservene.

## **Annet**

Norges Bank Conference on Monetary Policy. Foredrag og innlegg på konferansen (*26. mars 2004*)

Figurer til hovedstyrets rentemøte 21. april 2004

Figurer til hovedstyrets rentemøte 26. mai 2004

# Oversikt over virkemiddelbruk overfor bankene

Oppstillingen på de følgende sider gir en oversikt over bankenes lån og innskudd i Norges Bank den nærmeste foregående perioden. I tillegg refereres det til de siste endringene i relevante forskrifter. All praktisk anvendelse av bestemmelsene bør skje på grunnlag av rundskrivene fra Norges Bank. Listen er ajourført pr. 28. juni 2004.

## D-lån, F-lån, F-innskudd og folioinnskudd.

Periode	D-lånsramme % av beregnings- grunnlaget <sup>2)</sup>	D-lån		F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd Dagl. gj.snitt mrd.kroner
		Låne- potensiale mrd.kroner	Faktiske trekk	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente <sup>1)</sup>	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente <sup>1)</sup>	
2003								
April	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	24,9
	16.–30.	–	–	0,0	–	–	–	20,2
Mai	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	26,6
	16.–31.	–	–	0,0	2,5	5,07	–	14,0
Juni	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	17,9
	16.–30.	–	–	0,0	–	–	–	30,9
Juli	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	47,6
	16.–31.	–	–	0,0	–	–	–	29,8
August	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	34,7
	16.–31.	–	–	0,0	–	–	–	32,3
September	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	48,5
	16.–30.	–	–	0,0	–	–	–	27,6
Oktober	1.–15.	–	–	0,1	12,4	2,60	–	14,8
	16.–31.	–	–	0,0	4,0	2,62	–	13,8
November	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	23,2
	16.–30.	–	–	0,1	21,7	2,56	–	16,1
Desember	1.–15.	–	–	0,0	19,8	2,53	–	16,4
	16.–31.	–	–	0,0	10,4	2,33	–	22,1
2004								
Januar	1.–15.	–	–	0,0	3,2	2,33	–	32,5
	16.–31.	–	–	0,0	2,3	2,29	–	17,1
Februar	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	26,3
	16.–29.	–	–	0,0	–	–	–	23,3
Mars	1.–15.	–	–	0,0	1,1	1,78	–	37,2
	16.–31.	–	–	0,0	2,7	1,77	–	22,2
April	1.–15.	–	–	0,0	35,7	1,79	–	16,8
	16.–30.	–	–	0,0	46,2	1,79	–	15,4
Mai	1.–15.	–	–	0,0	38,6	1,79	–	20,5
	16.–31.	–	–	0,0	59,5	1,79	–	17,1
Juni	1.–15.	–	–	0,0	58,6	1,80	–	18,8

<sup>1)</sup> Gjennomsnittlig rente ved tildelingen. Ved flere tildelinger i perioden, uveid gj.snitt av de enkelte tildelinger. Rentetall er ikke anført i perioder uten tildeling.

<sup>2)</sup> Norges Bank fastsetter fra 1. juni 2001 ikke lenger noen D-lånsramme eller lånepotensiale.

## Renter på D-lån og på bankenes foliokonto i Norges Bank (foliorenten)

Periode	D-lånsrenten		Foliorenten	
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv
10.08.00–20.09.00:	8,75%	9,1%	6,75%	7,0%
21.09.00–12.12.01:	9,00%	9,4%	7,00%	7,2%
13.12.01–03.07.02:	8,50%	8,9%	6,50%	6,7%
04.07.02–11.12.02:	9,00%	9,4%	7,00%	7,2%
12.12.02–22.01.03:	8,50%	8,9%	6,50%	6,7%
23.01.03–05.03.03:	8,00%	8,3%	6,00%	6,2%
06.03.03–30.04.03:	7,50%	7,8%	5,50%	5,6%
01.05.03–25.06.03:	7,00%	7,2%	5,00%	5,1%
26.06.03–13.08.03:	6,00%	6,2%	4,00%	4,1%
14.08.03–17.09.03:	5,00%	5,1%	3,00%	3,0%
18.09.03–17.12.03:	4,50%	4,6%	2,50%	2,5%
18.12.03–28.01.04:	4,25%	4,3%	2,25%	2,3%
29.01.04–11.03.04:	4,00%	4,1%	2,00%	2,0%
12.03.04–	3,75%	3,8%	1,75%	1,8%

## Forskrifter og virkemidler med hjemmel i sentralbankloven *Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank*

### f.o.m. 1.6.01 (Se rundskriv nr. 4/18. mai 2001 og nr. 3/26. mars 2003)

Forskriften (vedtatt 25. april 2001/19. mars 2003) gir en samlet oversikt over bankers adgang til døgnlån (D-lån) og folioinnskudd, fastrentelån (F-lån) og fastrenteinnskudd (F-innskudd) i Norges Bank. D-lån er delt opp i lån gjennom dagen og lån over natten. D-lån eller folioinnskudd gjennom dagen belastes eller godskrives ikke med renter.

D-lån og F-lån ytes mot sikkerhet. Følgende sikkerhet godtas:

- Obligasjoner og sertifikater utstedt eller garantert av stater og lokale myndigheter innenfor OECD-området.
- Obligasjoner og sertifikater utstedt av foretak innenfor OECD-området
- Eierandeler i verdipapirfond
- F-innskudd
- Innskudd i annen sentralbank

Renten på et F-lån eller F-innskudd ligger fast hele lånets eller innskuddets løpetid, og kan ikke nedbetales i løpet av perioden. Norges Bank bestemmer ved den enkelte utleggelse om et F-lån eller F-innskudd skal legges ut til en rente fastsatt på forhånd, eller ved ordinær eller hollandsk auksjon.

Før å sikre gjennomføringen av særskilte betalingsoppgjør kan Norges Bank tildele ekstraordinære lån gjennom dagen utenfor stilt sikkerhet, kalt E-lån.

Utenlandske banker og andre kredittinstitusjoner som driver grensekryssende virksomhet i Norge har ikke adgang til å motta F-lån eller yte F-innskudd, og de må innfri D-lån lån trukket gjennom dagen før hovedbokavslutning om kvelden.

# Auksjonskalendere og opplegg for statspapirene 2004

Kalenderen vil i hovedsak følge opplegget som er fulgt de siste årene. Det tas sikte på å avholde 16 auksjoner av statskasseveksler og 5 auksjoner av statsobligasjoner i 2004. I henhold til St.prp. nr. 1 Tillegg nr. 11 (2003-2004) (Lånefullmakt-prop.) kan det bli aktuelt i 2004 å låne mer enn det som direkte følger av statens finansieringsbehov, for å trekke inn deler av overskuddet på likviditet i det norske pengemarkedet.

Det tas sikte på å åpne nye statskasseveksellån, med tolv måneders løpetid, på alle IMM-datoer. I tråd med tidligere praksis utvides nye lån ved påfølgende auksjon. Det vil i 2004 ikke bli emittert statskasseveksler med forfall knyttet til skatteterminene i mai og november.

Budfristen for samtlige auksjoner i 2004 endres fra klokken 10.00 til klokken 11.00. For 2004 gjelder følgende tidsplan for auksjoner av statspapirer:

## Statskasseveksler

Offentliggjøring kl. 12.00:	Auksjon kl. 11.00:	Oppgjør kl. 07.00:
29.12.03	05.01.04	07.01.04
28.01.04	02.02.04	04.02.04
25.02.04	01.03.04	03.03.04
10.03.04	15.03.04	17.03.04
31.03.04	05.04.04	07.04.04
29.04.04	04.05.04	06.05.04
27.05.04	01.06.04	03.06.04
09.06.04	14.06.04	16.06.04
30.06.04	05.07.04	07.07.04
28.07.04	02.08.04	04.08.04
26.08.04	31.08.04	02.09.04
08.09.04	13.09.04	15.09.04
28.09.04	04.10.04	06.10.04
03.11.04	08.11.04	10.11.04
24.11.04	29.11.04	01.12.04
08.12.04	13.12.04	15.12.04

## Statsobligasjoner

Offentliggjøring kl. 12.00:	Auksjon kl. 11.00:	Oppgjør kl. 07.00:
12.01.04	19.01.04	22.01.04
15.03.04	22.03.04	25.03.04
19.05.04	27.05.04	02.06.04
20.09.04	27.09.04	30.09.04
18.11.04	25.11.04	30.11.04

De annonserte auksjonene av statsobligasjoner og statskasseveksler kan avlyses, eller suppleres med ad hoc emisjoner.

# Tabeller

## Balanseutdrag for finansinstitusjoner

1. Norges Bank. Balanse
2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver
3. Statlige låneinstitutter. Balanse
4. Banker. Balanse
5. Banker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
6. Private kredittforetak. Balanse
7. Private finansieringsselskaper. Balanse
8. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag
9. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag
- 10a. Verdipapirfondenes eiendeler. Markedsverdi
- 10b. Verdipapirfondenes andelskapital. Markedsverdi

## Verdipapirstatistikk

11. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt etter eiersektorer. Markedsverdi
12. Aksje- og grunnfondskapital registrert i VPS fordelt etter utstedersektorer. Pålydende verdi
13. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndmarkedet av aksjer registrert i VPS fordelt etter kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi
14. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt etter eiersektorer. Markedsverdi
15. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt etter utstedersektorer. Pålydende verdi
16. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt etter kjøper-, selger- og utstedersektorer. Beregnet markedsverdi
17. Beholdning av sertifikater i NOK registrert i VPS fordelt etter eiersektorer. Markedsverdi
18. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi

## Kreditt- og likviditetsutvikling

19. Kredittindikator og pengemengde
20. Innenlandsk kreditt til publikum etter kilde. Beholdningstall i mill. kr. Vekst siste 12 mndr. i prosent
21. Sammensetningen av pengemengden
22. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter
23. Pengemarkedets likviditet

## Rentestatistikk

24. Nominelle rentesatser i norske kroner
25. Kortsiktige rentesatser for utvalgte valutaer i euromarkedet

Norges Bank publiserer løpende mer detaljert statistikk på sine **internettider** [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no). Bankens statistikkalender, som viser publiseringstidspunktene fremover, publiseres kun på dette nettstedet.

26. Effektive renter på norske statsobligasjoner
27. Effektive renter på statsobligasjoner i utvalgte land
28. Banker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner til publikum
29. Banker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner fra publikum
30. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform
31. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner på utlån til publikum

## Resultat- og kapitaldekningsdata

32. Resultat og kapitaldekning for banker
33. Resultat og kapitaldekning for finansieringsselskaper
34. Resultat og kapitaldekning for kredittforetak

## Valutakurser

35. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer
36. Internasjonale kursforhold

## Utenriksøkonomi

37. Utenriksregnskap for Norge
38. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet

## Internasjonale kapitalmarkeder

39. Endringer i bankenes internasjonale fordringer
40. Bankenes internasjonale fordringer, valutafordelt. Prosent av samlede internasjonale fordringer

## Valutahandel

41. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner
42. Valutabanker. Totalposisjon i valuta
43. Bankenes valutatransaksjoner med ulike sektorer

## Standard tegn:

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



# Balanseutdrag for finansielle foretak

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

	31.12.2003	29.02.2004	31.03.2004	30.04.2004	31.05.2004
<b>EIENDELER</b>					
<b>Utenlandske fordringer</b>	<b>250 975</b>	<b>287 787</b>	<b>275 024</b>	<b>276 557</b>	<b>249 929</b>
Internasjonale reserver	250 941	287 749	274 947	275 752	249 892
Andre fordringer	33	38	77	804	37
<b>Plasseringer for Statens petroleumsfond</b>	<b>844 587</b>	<b>928 081</b>	<b>914 345</b>	<b>895 183</b>	<b>892 475</b>
<b>Innenlandske fordringer og anleggsmidler</b>	<b>39 195</b>	<b>29 199</b>	<b>28 754</b>	<b>80 911</b>	<b>86 093</b>
Verdipapirer	23 281	23 508	23 444	23 262	23 382
Utlån	12 552	529	515	54 492	59 498
Andre fordringer	1 901	3 708	3 346	1 712	1 775
Varige driftsmidler	1 461	1 455	1 448	1 445	1 439
<b>Kostnader</b>	<b>174 151</b>	<b>73 126</b>	<b>53 182</b>	<b>27 044</b>	<b>16 513</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>1 308 907</b>	<b>1 318 193</b>	<b>1 271 304</b>	<b>1 279 694</b>	<b>1 245 010</b>
<b>GJELD OG EGENKAPITAL</b>					
<b>Utenlandsk gjeld</b>	<b>51 963</b>	<b>74 637</b>	<b>68 315</b>	<b>74 202</b>	<b>53 602</b>
Innskudd	256	606	585	576	566
Innlån	49 776	72 044	65 680	71 674	51 096
Annen gjeld	267	240	336	275	288
Motverdi av spesielle trekkrettigheter IMF	1 664	1 747	1 714	1 676	1 652
<b>Innskudd Statens petroleumsfond</b>	<b>844 587</b>	<b>928 081</b>	<b>914 345</b>	<b>895 183</b>	<b>892 475</b>
<b>Innenlandsk gjeld</b>	<b>191 993</b>	<b>182 411</b>	<b>180 907</b>	<b>234 967</b>	<b>236 901</b>
Sedler og mynt i omløp	46 249	42 224	41 872	42 057	43 162
Innskudd fra statskassen	108 586	102 734	101 810	156 070	172 810
Øvrige innskudd	28 343	28 932	28 030	27 559	11 961
Innlån	8 229	5 810	7 429	7 195	8 229
Annen gjeld	586	2 712	1 767	2 086	739
<b>Egenkapital</b>	<b>46 213</b>	<b>46 213</b>	<b>46 213</b>	<b>46 213</b>	<b>46 213</b>
<b>Kursreguleringer</b>	<b>123 469</b>	<b>78 256</b>	<b>47 081</b>	<b>9 404</b>	<b>-9 295</b>
<b>Inntekter</b>	<b>50 682</b>	<b>8 595</b>	<b>14 444</b>	<b>19 725</b>	<b>25 115</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>	<b>1 308 907</b>	<b>1 318 193</b>	<b>1 271 304</b>	<b>1 279 694</b>	<b>1 245 010</b>
<b>Forpliktelser</b>					
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	275	275	275	275	275
<b>Internasjonale reserver:</b>					
Derivater og terminkontrakter solgt	53 004	61 937	85 427	77 721	114 962
Derivater og terminkontrakter kjøpt	55 485	59 227	78 818	71 985	109 807
<b>Statens petroleumsfond:</b>					
Derivater og terminkontrakter solgt	236 920	268 323	356 744	307 092	551 139
Derivater og terminkontrakter kjøpt	248 582	256 230	338 612	296 602	553 548
<b>Rettigheter <sup>1)</sup></b>					
<b>Internasjonale reserver:</b>					
Opsjoner solgt	646	3 449	2 454	4 558	5 083
Opsjoner kjøpt	647	4 270	3 577	4 176	6 355
<b>Statens petroleumsfond:</b>					
Opsjoner solgt	4 324	23 044	16 565	30 716	33 001
Opsjoner kjøpt	4 331	28 542	24 465	27 913	46 515

<sup>1)</sup> Opsjoner er presentert med markedsverdi av de underliggende instrumentene fra og med desember 2003.

**Tabell 2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver (Mill. kroner)**

	31.12.2003	29.02.2004	31.03.2004	30.04.2004	31.05.2004
Gull	3 142	1 628	563	563	563
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 237	2 246	2 344	2 156	2 015
Reserveposisjon i IMF	6 641	6 858	6 729	6 326	6 213
Lån til IMF	703	751	699	683	673
Bankinnskudd - utlån utenlandske banker	92 681	136 018	122 728	119 187	108 998
Utenlandske statskasseveksler	744	310	220	126	168
Utenlandske statssertifikater	107	92	132	0	0
Utenlandske sertifikater	1 315	1 591	1 438	1 660	860
Utenlandske ihendehaverobligasjoner <sup>1)</sup>	109 063	105 969	107 070	111 280	96 361
Utenlandske aksjer	33 566	36 633	40 855	42 682	45 978
Opptjente, ikke forfalte renter og kortsiktige fordringer	742	-4 347	-7 830	-8 911	-11 937
<b>Totalt</b>	<b>250 941</b>	<b>287 749</b>	<b>274 948</b>	<b>275 752</b>	<b>249 892</b>

<sup>1)</sup> Inkluderer obligasjoner underlagt gjenkjøpsavtaler.

Kilde: Norges bank

**Tabell 3. Statlige låneinstitutter. Balanse (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 284	2 172	2 130	2 561	2 250
Utlån i alt	190 941	190 988	191 526	191 286	189 541
Herav:					
Til publikum <sup>1)</sup>	188 608	188 726	189 323	188 593	186 850
Fordringer på Stats- og trygdeforvaltningen	-	-	-	-	-
Andre eiendeler	8 219	6 736	6 699	4 756	5 885
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>201 444</b>	<b>199 896</b>	<b>200 355</b>	<b>198 603</b>	<b>197 676</b>
Ihendehaverobligasjonslån	33	29	29	25	24
Herav:					
I norske kroner	33	29	29	25	24
I utenlandsk valuta	-	-	-	-	-
Andre lån	191 156	191 056	191 539	189 764	188 204
Herav:					
Fra stats- og trygdeforvaltningen	191 156	191 056	191 539	189 764	188 204
Annen gjeld mv.	5 921	4 494	5 844	5 459	6 081
Aksjekapital, fond mv.	4 334	4 317	2 943	3 355	3 367
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>201 444</b>	<b>199 896</b>	<b>200 355</b>	<b>198 603</b>	<b>197 676</b>

<sup>1)</sup> Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 4. Banker. Balanse (Mill. kroner)<sup>1)</sup>**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Kassebeholdning	4 030	4 515	4 112	4 980	4 157
Innskudd i Norges Bank	58 547	40 119	34 092	26 784	27 772
Innskudd i norske banker	17 763	29 494	25 354	19 982	23 594
Innskudd i utenlandske banker	23 390	37 061	32 315	56 636	43 252
Statssertifikater	6 395	8 866	10 469	7 288	7 170
Andre sertifikater	10 034	7 129	7 977	7 394	4 695
Statsobligasjoner mv. <sup>2)</sup>	2 576	3 702	4 561	5 529	7 070
Andre ihendehaverobligasjoner	97 752	103 103	98 869	105 734	108 163
Lån til utlandet	49 036	49 951	46 814	51 186	52 880
Utlån til publikum	1 117 134	1 144 220	1 163 475	1 186 076	1 212 901
Herav:					
I utenlandsk valuta	84 446	89 541	88 806	85 731	88 128
Utlån til finansieringsforetak og forsikring mv. <sup>3)</sup>	96 737	107 062	107 895	108 890	120 103
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	557	528	286	139	546
Andre eiendeler <sup>4)</sup>	153 201	161 368	162 731	143 010	160 660
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>1 637 152</b>	<b>1 697 118</b>	<b>1 698 950</b>	<b>1 723 628</b>	<b>1 772 963</b>
Innskudd fra publikum	758 326	788 394	773 152	786 014	798 519
Herav:					
I utenlandsk valuta	21 768	22 286	23 892	24 001	27 405
Innskudd fra norske banker	21 917	33 835	29 953	21 756	27 280
Innskudd fra finansieringsforetak og forsikring mv. <sup>2)</sup>	45 463	46 820	44 247	47 767	50 318
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltn. og statlige låneinst.	9 652	7 341	7 770	10 090	8 423
Innlån i form av banksertifikater	80 638	66 344	66 759	70 673	71 972
Lån og innskudd fra Norges Bank	9 560	7 436	7 224	19 995	6 816
Lån og innskudd fra utlandet	212 076	215 315	199 767	220 247	235 743
Annen gjeld	394 447	423 870	459 640	435 074	461 056
Aksje-/grunnfondskapital	28 399	28 553	28 667	28 530	28 890
Avsetninger, fond mv.	75 076	75 228	75 351	76 999	79 346
Nettoinntekt	1 598	3 982	6 420	6 483	4 600
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>1 637 152</b>	<b>1 697 118</b>	<b>1 698 950</b>	<b>1 723 628</b>	<b>1 772 963</b>
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	137 525	160 569	154 257	193 506	186 193
Gjeld overfor utlandet	416 204	431 702	434 835	467 134	501 710

<sup>1)</sup> Omfatter forretnings- og sparebanker.

<sup>2)</sup> Inkl. statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av låneinstitutter.

<sup>3)</sup> Omfatter kredittforetak, finansieringsselskaper, liv- og skadeforsikring samt finansielle hjelpeforetak mv.

<sup>4)</sup> Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall) samt utlån og andre fordringer som ikke er spesifisert over.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 5. Banker.<sup>1)</sup> Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer<sup>2)</sup> (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl.kommuneforetak	9 817	8 759	7 965	8 095	9 304
Ikke-finansielle foretak <sup>3)</sup>	366 176	371 478	364 038	356 454	358 155
Husholdninger <sup>4)</sup>	741 141	763 983	791 472	821 527	845 442
<b>Utlån til publikum i alt</b>	<b>1 117 134</b>	<b>1 144 220</b>	<b>1 163 475</b>	<b>1 186 076</b>	<b>1 212 901</b>
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl.kommuneforetak	42 627	40 540	39 051	38 459	41 849
Ikke-finansielle foretak <sup>3)</sup>	219 261	221 815	220 971	234 273	233 651
Husholdninger <sup>4)</sup>	496 438	526 038	513 129	513 282	523 019
<b>Innskudd fra publikum i alt</b>	<b>758 326</b>	<b>788 394</b>	<b>773 152</b>	<b>786 014</b>	<b>798 519</b>

<sup>1)</sup> Omfatter forretnings- og sparebanker.

<sup>2)</sup> Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

<sup>3)</sup> Omfatter private selskap med begrenset ansvar mv. og statlig eide foretak.

<sup>4)</sup> Omfatter personlige foretak, personlig næringsdrivende og lønnstakere mv.

**Tabell 6. Kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 291	5 730	3 613	2 954	3 519
Sertifikater	2 869	5 926	2 626	973	852
Statsobligasjoner mv. <sup>1)</sup>	657	941	665	882	680
Andre ihendehaverobligasjoner	51 650	57 401	56 802	54 012	58 051
Utlån til:					
Finansielle foretak	30 150	31 018	33 764	37 032	41 048
Publikum <sup>2)</sup>	187 251	193 656	198 596	210 327	216 425
Andre sektorer	9 435	9 941	9 760	9 193	9 224
Andre eiendeler <sup>3)</sup>	4 413	5 089	4 833	5 679	9 462
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>290 716</b>	<b>309 702</b>	<b>310 659</b>	<b>321 052</b>	<b>339 261</b>
Sertifikater	33 809	37 832	28 173	32 440	32 757
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner <sup>4)</sup>	60 466	59 131	58 227	57 544	56 761
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta <sup>4)</sup>	95 090	104 622	110 587	110 490	122 970
Andre innlån	83 824	91 765	96 325	102 984	108 981
Egenkapital	12 345	12 709	13 002	12 765	12 571
Annen gjeld	5 182	3 643	4 345	4 829	5 221
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>290 716</b>	<b>309 702</b>	<b>310 659</b>	<b>321 052</b>	<b>339 261</b>

<sup>1)</sup> Inkl. statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av statlige låneinstitutter.

<sup>2)</sup> Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

<sup>3)</sup> Kursdifferenser ved swapper føres netto på denne posten. Dette kan medføre negative tall i enkelte perioder.

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 7. Finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Kassebeholdning og bankinnskudd	1 651	2 277	2 471	1 912	2 319
Sertifikater	123	125	99	103	141
Ihendehaverobligasjoner	0	0	0	0	0
Utlån <sup>1)</sup> (brutto)	89 100	91 124	91 840	93 170	97 776
Herav:					
Utlån til publikum <sup>2)</sup> (netto)	85 722	87 747	88 363	89 306	93 185
Utlån til andre sektorer (netto)	3 194	3 237	3 311	3 687	4 357
Andre eiendeler <sup>3)</sup>	2 292	2 440	2 210	2 172	2 856
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>93 166</b>	<b>95 966</b>	<b>96 620</b>	<b>97 357</b>	<b>103 092</b>
Sertifikater	0	0	0	0	0
Ihendehaverobligasjonslån	558	533	533	533	533
Lån fra andre enn banker	11 483	11 939	11 628	11 273	11 500
Lån fra banker	67 689	70 413	70 372	71 491	73 936
Annen gjeld mv.	5 626	4 944	5 619	4 768	7 857
Kapital, fond mv.	7 810	8 137	8 468	9 292	9 266
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>93 166</b>	<b>95 966</b>	<b>96 620</b>	<b>97 357</b>	<b>103 092</b>

<sup>1)</sup> Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

<sup>2)</sup> Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

<sup>3)</sup> Omfatter spes. og upes. tapsavsetninger (negative tall).

Kilde: Norges Bank

**Tabell 8. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Kassebeholdning og bankinnskudd	16 066	15 204	13 998	21 557	21 252
Norske sertifikater	36 903	29 537	32 025	29 484	16 743
Utenlandske staskasseveksler og sertifikater	11 667	9 133	5 071	7 473	5 872
Norske ihendehaverobligasjoner	131 346	139 788	144 077	140 295	146 591
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	99 165	104 317	104 633	108 540	123 189
Norske aksjer, andeler, grunnfondsbevis, eierinteresser	31 538	35 454	39 528	47 822	55 068
Utenlandske aksjer, andeler, grunnfondbevis, eierinteresser	32 838	40 229	41 892	50 083	54 735
Utlån til publikum <sup>1)</sup>	23 827	23 661	23 598	20 628	20 273
Utlån til andre sektorer	680	664	693	675	712
Andre spesifiserte eiendeler	56 141	54 847	55 798	53 732	54 731
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>440 171</b>	<b>452 834</b>	<b>461 313</b>	<b>480 289</b>	<b>499 166</b>

<sup>1)</sup> Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Tabell 9. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Kassebeholdning og bankinnskudd	7 835	7 220	6 722	7 583	7 095
Norske sertifikater	10 707	12 330	13 681	12 465	11 423
Utenlandske sertifikater	927	951	1 193	1 072	654
Norske ihendehaverobligasjoner	13 880	14 679	14 857	16 764	19 765
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	13 758	14 765	12 475	11 403	12 179
Norske aksjer, andeler, grunnfondsbevis, eierinteresser	6 752	7 153	7 300	7 861	8 658
Utenlandske aksjer, andeler, grunnfondbevis, eierinteresser	4 999	5 529	6 140	6 473	7 099
Utlån til publikum <sup>1)</sup>	1 021	1 129	1 173	1 285	1 308
Utlån til andre sektorer	281	278	264	206	203
Andre spesifiserte eiendeler	44 959	45 414	44 949	41 615	47 293
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>105 119</b>	<b>109 448</b>	<b>108 754</b>	<b>106 727</b>	<b>115 677</b>

<sup>1)</sup> Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Tabell 10a. Verdipapirfondenes eiendeler. Markedsverdi (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Bankinnskudd	4 107	5 658	4 484	5 334	6 117
Stats sertifikater mv. <sup>1)</sup>	4 099	5 292	5 855	4 356	4 772
Andre norske sertifikater	20 794	21 031	21 766	24 555	21 593
Utenlandske sertifikater	0	0	0	0	0
Statsobligasjoner mv. <sup>2)</sup>	3 504	4 121	4 080	4 149	4 974
Andre norske obligasjoner	25 060	26 048	24 851	25 756	28 385
Utenlandske obligasjoner	0	0	0	0	0
Norske aksjer	16 401	20 564	23 073	28 628	31 974
Utenlandske aksjer	31 423	38 237	43 076	52 141	58 922
Andre eiendeler	2 566	2 956	3 179	3 643	3 926
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>107 955</b>	<b>123 907</b>	<b>130 365</b>	<b>148 561</b>	<b>160 663</b>

<sup>1)</sup> Inkl. stats sertifikater og sertifikater utstedt av statlige låneinstitutter.

<sup>2)</sup> Inkl. statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av statlige låneinstitutter.

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

**Tabell 10b. Verdipapirfondenes andelskapital fordelt etter eiersektorer.  
Markedsverdi (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Stats- og trygdeforvaltningen	488	639	630	676	781
Banker	2 080	2 452	1 901	981	947
Andre finansforetak	11 618	14 329	15 845	22 141	24 535
Kommuneforvaltning og -foretak	8 914	10 158	10 110	10 889	11 420
Andre foretak	21 046	23 099	24 070	27 220	29 315
Husholdninger	57 907	66 625	70 785	78 629	84 421
Utlandet	3 937	4 641	5 062	6 061	7 279
<b>Andelskapital i alt</b>	<b>105 990</b>	<b>121 944</b>	<b>128 401</b>	<b>146 597</b>	<b>158 699</b>

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

## Verdipapirstatistikk

**Tabell 11. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt etter eiersektorer. Markedsverdi (Mill.kroner)**

Eiersektorer	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Stats- og trygdeforvaltningen	196 897	230 564	228 580	279 981	312 837
Norges Bank	0	2	2	3	3
Statlige låneinstitutter	14	14	18	20	21
Banker				12 980	24 336
Sparebanker	2 886	3 176	3 350		
Forretningsbanker	18 007	18 521	10 731		
Forsikringselskaper	17 917	21 053	23 254	27 214	29 197
Kredittforetak	34	32	30	7	7
Finansieringsselskaper	2	2	2	2	3
Verdipapirfond	18 491	23 310	26 280	31 769	34 870
Andre finansielle foretak	47 802	48 594	48 764	49 070	37 883
Kommuneforvaltning og -foretak	3 182	3 805	3 890	4 765	4 977
Statsforetak	7 830	6 354	6 677	6 755	8 282
Andre private foretak	117 654	137 008	143 478	145 887	156 172
Lønnstakere mv.	40 108	44 307	47 553	47 000	52 080
Andre husholdninger	1 791	2 005	1 981	2 234	2 445
Utlandet	151 501	193 777	209 647	228 064	250 851
Ufordelt	705	487	720	543	526
<b>I alt</b>	<b>624 820</b>	<b>733 011</b>	<b>754 955</b>	<b>836 296</b>	<b>914 490</b>

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

**Tabell 12. Aksje- og grunnfondskapital registrert i VPS fordelt etter utstedersektorer.  
Pålydende verdi (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Banker				27 512	29 983
Sparebanker	11 284	11 422	11 511		
Forretningsbanker	15 845	15 845	15 845		
Forsikringselskaper	2 525	2 525	2 528	2 530	2 700
Kredittforetak	2 194	2 194	2 194	2 194	2 194
Finansieringsselskaper	5	5	5	5	5
Andre finansielle foretak	20 238	20 114	20 092	16 861	17 120
Kommuneforvaltning og -foretak	2	2	2	2	197
Statsforetak	18 268	18 268	18 268	18 273	18 277
Andre private foretak	46 108	49 646	45 814	45 220	45 511
Utlandet	5 716	5 631	5 422	5 224	6 296
Ufordelt	0	0	4	0	0
<b>I alt</b>	<b>122 184</b>	<b>125 652</b>	<b>121 684</b>	<b>117 821</b>	<b>122 284</b>

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

**Tabell 13. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2.håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS fordelt etter kjøper-, selger- og utstedersektorer<sup>1)</sup>. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)**

1. kvartal 2004

	Kjøper -/selgersektorer															I alt <sup>2)</sup>	
	Stats- og trygde- forv.	Norges Bank	Statl. låne- inst.	Banker	For- sikr.- selsk.	Kre- ditt- foret.	Fin.- selsk.	Verdi- papir- fond	Andre finans. foretak	Komm.- og -foretak	Stats- foret.	Andre private foretak	Lønns- tak.mv	Andre hush.	Ut- landet		Ufor- delt
<b>Utstedersektorer</b>																	
Banker	0	0	0	-2	-39	0	0	-79	62	2	0	0	55	0	79	0	79
Forsikringsselsk.	0	0	0	0	-3	0	0	1	0	-6	0	5	2	0	1	0	0
Kredittforetak	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansieringsselsk. Andre finansielle foretak	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kommuneforv. og -foretak	1 594	0	0	1 649	21	0	0	-25	29	16	-1	109	282	3	-3 132	-5	542
Statsforetak	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	1	0	0
Andre priv. foretak	369	0	0	3 715	-117	0	0	-209	-228	11	619	-748	-601	-96	-2 675	-3	37
Utlandet	4 965	0	-4	5 520	-36	0	0	639	-359	162	8	-5 520	489	-7	7 254	11	13 121
Ufordelt	-329	0	0	5 495	-772	0	0	-991	-234	-14	0	-234	-553	79	-1 447	-5	998
I alt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	6 600	0	-4	16 377	-945	0	0	-665	-730	172	625	-6 388	-325	-19	81	-1	14 778

<sup>1)</sup> Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

<sup>2)</sup> Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordelinger mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

**Tabell 14. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt etter eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Stats- og trygdeforvaltningen	24 658	25 942	27 183	28 630	28 173
Norges Bank	6 765	3 863	8 275	6 549	8 884
Statlige låneinstitutter	162	145	141	126	122
Banker				83 504	82 415
Sparebanker	34 185	37 036	34 638		
Forretningsbanker	42 956	49 945	45 872		
Forsikringsselskaper	195 999	204 979	208 000	213 906	224 418
Kredittforetak	15 084	17 522	16 348	16 912	16 983
Finansieringsselskaper	65	58	63	61	127
Verdipapirfond	30 124	31 639	30 387	30 897	34 734
Andre finansielle foretak	7 650	7 993	8 245	5 231	5 877
Kommuneforvaltning og -foretak	20 350	22 568	22 801	23 283	22 187
Statsforetak	3 060	2 976	2 813	6 087	2 585
Andre private foretak	23 544	25 578	23 075	24 451	24 968
Lønntakere mv.	16 987	17 232	18 125	20 134	21 269
Andre husholdninger	5 846	6 341	6 436	6 933	6 990
Utlandet	72 625	71 333	74 887	78 992	78 628
Ufordelt	580	216	270	216	213
I alt	500 640	525 366	527 559	545 910	558 573

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

**Tabell 15. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt etter utstedersektorer. Pålydende verdi (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Stats- og trygdeforvaltningen	139 843	144 841	149 395	152 392	157 946
Statlige låneinstitutter	194	173	169	148	144
Banker				159 244	163 638
Sparebanker	81 534	90 704	88 407		
Forretningsbanker	70 310	68 764	70 132		
Forsikringselskaper	435	435	317	317	252
Kredittforetak	66 840	64 573	62 856	62 854	62 996
Finansieringsselskaper	500	500	500	500	500
Andre finansielle foretak	3 708	2 667	2 617	2 619	2 619
Kommuneforvaltning og -foretak	48 756	48 600	48 661	51 652	57 326
Statsforetak	33 454	33 024	32 415	32 721	29 215
Andre private foretak	36 476	41 156	38 999	40 220	34 085
Husholdninger	196	196	196	213	213
Utlandet	13 780	14 230	16 397	17 792	19 156
Ufordelt	0	239	0	0	0
<b>I alt</b>	<b>496 026</b>	<b>510 101</b>	<b>511 059</b>	<b>520 673</b>	<b>528 090</b>

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

**Tabell 16. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2.håndsmarkedet av obligasjoner registrert i VPS fordelt etter kjøper-, selger- og utstedersektorer<sup>1)</sup>. Beregnet marksværdi (Mill. kroner)**

1. kvartal 2004

	Kjøper -/selgersektorer																
	Stats- og trygdeforv.	Norges Bank	Statl. låneinst.	Banker	For-sikr.-selsk.	Kre-ditt-foret.	Fin.-selsk.	Verdi-papir-fond	Andre finans.-foretak	Komm.-forv. og -foret.	Stats-foret.	Andre private foretak	Lønns-tak.mv	Andre hush.	Ut-landet	Ufor-delt	I alt <sup>2)</sup>
<b>Utstedersektorer</b>																	
Stats- og trygdeforvaltningen	-1 129	2 261	0	-44	3 801	-187	-3	774	-233	-16	-13	292	-6	23	70	1	5 589
Statlige låneinstitutter	0	0	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-4
Banker	-169	0	0	-1 877	3 786	52	30	1 798	187	-413	73	169	648	126	51	-1	4 460
Forsikringselskaper	0	0	0	0	0	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-10	0	0
Kredittforetak	33	0	0	-772	-123	168	-1	298	1	-161	42	-123	-7	-48	835	0	141
Finansieringsselsk.	0	0	0	-23	-33	0	0	36	10	-1	0	0	0	0	10	0	0
Andre finansielle foretak	0	0	0	31	-45	0	5	4	30	-12	0	-7	0	6	-11	0	0
Kommuneforv. og -foretak	80	0	0	202	-831	-53	-6	88	65	-575	-18	-102	34	-90	-191	0	-1 396
Statsforetak	5	0	0	828	343	53	0	-54	130	-347	-3 492	-33	2	34	-978	0	-3 508
Andre private foretak	-221	0	0	179	738	0	0	381	401	4	-13	109	-12	-67	-249	0	1 251
Husholdninger	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	-1	0	0	0	0
Utlandet	3	0	0	-68	1 090	0	40	430	-2	54	1	229	316	21	-756	5	1 364
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>I alt</b>	<b>-1 398</b>	<b>2 261</b>	<b>-4</b>	<b>-1 543</b>	<b>8 726</b>	<b>33</b>	<b>65</b>	<b>3 764</b>	<b>590</b>	<b>-1 466</b>	<b>-3 420</b>	<b>536</b>	<b>973</b>	<b>4</b>	<b>-1 229</b>	<b>5</b>	<b>7 896</b>

<sup>1)</sup> Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til marksværdi - salg til marksværdi - innløsninger til innløsningsverdi.

<sup>2)</sup> Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordelinger mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank



**Tabell 17. Beholdning av sertifikater i NOK registrert i VPS fordelt etter eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Stats- og trygdeforvaltningen	9 037	11 198	9 257	1 443	1 744
Norges Bank	2 177	3 513	10 288	7 471	6 689
Statlige låneinstitutter	0	0	0	0	0
Banker				16 439	13 355
Sparebanker	3 878	3 890	3 924		
Forretningsbanker	10 721	9 589	12 333		
Forsikringselskaper	49 107	50 388	58 291	53 719	44 357
Kredittforetak	3 525	5 014	3 247	1 778	2 139
Finansieringsselskaper	33	41	36	41	17
Verdipapirfond	25 834	27 000	28 802	29 881	26 993
Andre finansielle foretak	3 518	2 758	3 695	3 286	4 264
Kommuneforvaltning og -foretak	5 860	3 543	2 296	2 031	2 146
Statsforetak	12 847	6 696	4 293	6 473	5 284
Andre private foretak	5 456	3 786	3 676	3 761	5 049
Lønnstakere mv	301	258	237	160	41
Andre husholdninger	1 387	1 376	1 152	1 293	889
Utlandet	10 814	8 838	9 249	10 423	10 058
Ufordelt	6	5	0	0	0
<b>I alt</b>	<b>144 502</b>	<b>137 893</b>	<b>150 775</b>	<b>138 200</b>	<b>123 024</b>

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

**Tabell 18. Utestående sertifikatgjeld<sup>1)</sup>. Pålydende verdi (Mill. kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Stats- og trygdeforvaltningen	62 500	64 500	79 784	68 013	64 332
Fylkeskommuner	622	502	334	404	574
Kommuner	4 241	4 814	4 913	5 468	5 625
Statlige låneinstitutter	0	0	0	0	0
Banker					34 307
Forretningsbanker	14 357	8 090	6 010	7 713	.
Sparebanker	37 629	30 133	32 822	34 889	.
Kredittforetak	4 255	6 767	3 568	5 843	1 290
Finansieringsselskaper	0	0	0	0	0
Andre finansielle foretak	0	0	0	19	19
Statsforetak	3 370	2 960	3 280	2 860	2 485
Kommuneforetak	7 044	6 751	6 621	6 276	5 156
Private foretak	9 852	7 674	8 065	6 674	7 306
Utlandet	3 190	4 220	4 090	3 493	2 003
<b>I alt</b>	<b>147 060</b>	<b>136 411</b>	<b>149 487</b>	<b>141 652</b>	<b>123 097</b>

<sup>1)</sup> Omfatter sertifikatlån i NOK som innlendinger og utlendinger har tatt opp i Norge pluss sertifikatlån i utenlandsk valuta som innlendinger har tatt opp i Norge.

Kilde: Norges Bank

# Kreditt- og likviditetsutvikling

**Tabell 19. Kredittindikator og pengemengde**

	Beholdningstall ved utgangen av perioden			Vekst siste 12 måneder			3-måneders vekst, årlig rate	
	Milliarder kroner			Prosent			Prosent <sup>4)</sup>	
	K2 <sup>1)</sup>	K3 <sup>2)</sup>	M2 <sup>3)</sup>	K2 <sup>1)</sup>	K3 <sup>2)</sup>	M2 <sup>3)</sup>	K2	M2
desember 1995	936,0	1 120,2	530,3	4,9	4,7	6,0	5,4	1,3
desember 1996	992,5	1 212,9	564,4	6,0	5,6	6,4	7,8	4,6
desember 1997	1 099,1	1 362,2	578,5	10,2	10,1	1,8	10,1	3,0
desember 1998	1 192,8	1 520,9	605,3	8,3	12,3	4,4	6,4	5,4
desember 1999	1 295,0	1 699,5	670,1	8,4	8,2	10,5	9,9	8,4
desember 2000	1 460,9	1 923,1	731,8	12,3	10,6	8,8	12,0	7,3
desember 2001	1 608,2	2 096,3	795,4	9,7	7,1	9,3	9,0	10,5
desember 2002	1 724,9	2 187,9	855,3	8,9	6,5	8,3	9,8	9,0
januar 2003	1 735,1	2 195,0	866,6	9,1	6,6	6,3	8,7	7,3
februar 2003	1 745,5	2 220,0	858,8	8,8	6,6	6,2	7,7	2,3
mars 2003	1 756,8	2 234,8	854,3	8,7	6,2	5,5	6,3	1,5
april 2003	1 765,6	2 251,0	844,5	8,1	5,8	5,9	6,8	2,0
mai 2003	1 779,7	2 251,3	850,7	8,3	6,1	5,8	7,0	3,1
juni 2003	1 795,7	2 287,6	871,0	7,6	5,5	2,9	7,5	3,2
juli 2003	1 797,5	2 283,1	870,9	7,5	5,3	3,9	6,7	3,0
august 2003	1 811,2	2 305,0	867,2	7,5	5,3	4,6	6,6	2,6
september 2003	1 817,4	2 287,5	855,3	7,6	5,1	4,1	6,8	2,5
oktober 2003	1 829,2	2 309,1	868,9	7,6	5,2	2,8	7,5	1,8
november 2003	1 842,0	2 305,6	856,9	7,0	4,5	3,3	7,5	2,9
desember 2003	1 850,3	2 297,7	873,1	7,1	4,3	1,9	7,4	1,8
januar 2004	1 867,0	2 321,3	880,3	7,0	4,1	1,3	7,3	0,8
februar 2004	1 877,8	2 331,3	877,2	7,2	4,0	2,0	7,2	1,2
mars 2004	1 882,7		886,7	7,1		3,7	6,9	6,7
april 2004	1 895,4		884,3	7,2		4,6		

<sup>1)</sup> K2 = Kredittindikator. Innenlandsk kreditt, dvs. publikums (kommuneforvaltning, ikke-finansielle foretak og husholdninger) innenlandske bruttogjeld; faktiske tall

<sup>2)</sup> K3 = Samlet kredittvolum, dvs. sum av publikums innenlandske bruttogjeld og gjeld til utlandet; faktiske tall.

<sup>3)</sup> M2 = Pengemengde (se noter til tabell 21).

<sup>4)</sup> Sesongjusterte tall

Kilde : Norges Bank

**Tabell 20. Innenlandsk kreditt til publikum<sup>1)</sup> etter kilde. Beholdningstall i mill.kroner. Vekst siste 12 mndr. i prosent.**

	31.12.2001		31.12.2002		31.12.2003		30.04.2004	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker	1 030 694	9,6	1 097 144	8,2	1 185 722	7,8	1 223 096	9,1
Statlige låneinstitutter	176 494	5,1	185 932	5,3	188 593	1,4	186 465	-1,5
Kredittforetak	167 698	15,6	182 006	10,9	210 326	15,3	218 260	14,9
Finansieringsselskaper	79 474	14,6	83 234	9,9	89 305	7,1	93 487	7,9
Livsforsikringsselskaper	24 482	0,2	23 124	-5,5	20 623	-10,8	20 270	-14,7
Pensjonskasser og -fond	3 742	7,1	3 936	5,2	3 936	0,0	3 936	0,0
Skadeforsikringsselskaper	934	-43,4	919	-1,6	1 285	39,8	1 310	23,6
Obligasjonsgjeld <sup>2)</sup>	89 671	8,2	107 399	19,8	117 234	9,2	115 481	2,8
Sertifikatgjeld	23 752	-2,1	26 145	10,1	19 614	-25,0	20 276	-15,7
Andre kilder	11 227	69,8	15 036	33,1	13 646	-9,2	12 800	-17,9
<b>Sum innenlandsk kreditt (K2)<sup>3)</sup></b>	<b>1 608 168</b>	<b>9,7</b>	<b>1 724 875</b>	<b>8,9</b>	<b>1 850 284</b>	<b>7,1</b>	<b>1 895 381</b>	<b>7,2</b>

<sup>1)</sup> Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger.

<sup>2)</sup> Korrigert for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

<sup>3)</sup> Svarer til Norges Banks kredittindikator (K2).

Kilde: Norges Bank

**Tabell 21. Sammensetningen av pengemengden (Mill.kroner)**

Faktiske beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på transaksj. konti	Andre			Bank-sertifikater	Endring siste 12 mndr. i M2 i alt
			(M1) <sup>1)</sup>	innskudd <sup>2)</sup>	(M2) <sup>3)</sup>		
desember 1995	42 069	178 653	217 727	296 799	15 731	530 257	28 952
desember 1996	43 324	208 073	247 938	294 741	21 686	564 365	34 108
desember 1997	46 014	227 382	269 597	278 741	30 200	578 538	14 173
desember 1998	46 070	237 047	279 189	292 820	33 322	605 331	26 793
desember 1999	48 020	300 128	343 494	295 820	30 802	670 116	64 785
desember 2000	46 952	328 816	371 339	326 350	34 152	731 841	61 725
desember 2001	46 633	344 110	386 148	370 171	39 048	795 367	63 526
desember 2002	44 955	360 341	400 623	409 704	45 001	855 328	59 961
januar 2003	41 157	360 621	397 903	426 301	42 388	866 592	45 568
februar 2003	40 236	359 575	396 152	421 504	41 111	858 767	46 371
mars 2003	39 718	363 230	399 372	412 803	42 135	854 310	41 438
april 2003	40 151	354 819	391 090	417 290	36 141	844 521	44 388
mai 2003	41 244	360 530	397 834	416 160	36 736	850 730	45 022
juni 2003	41 253	386 637	423 926	414 995	32 107	871 028	26 544
juli 2003	41 101	380 559	417 465	421 656	31 773	870 894	33 809
august 2003	40 724	374 424	411 388	425 179	30 603	867 170	40 809
september 2003	40 262	375 762	412 349	411 515	31 433	855 297	34 594
oktober 2003	40 816	384 107	421 197	416 966	30 757	868 920	24 249
november 2003	41 806	379 363	417 288	407 412	32 234	856 934	27 769
desember 2003	46 249	387 309	428 996	407 337	36 806	873 139	17 811
januar 2004	42 801	388 505	427 385	419 593	33 284	880 262	13 670
februar 2004	42 224	393 706	432 244	415 276	29 726	877 246	18 479
mars 2004	41 872	398 672	436 799	416 023	33 895	886 717	32 407
april 2004	42 057	391 651	429 953	428 562	25 775	884 290	39 769

<sup>1)</sup> Det smale pengemengdebegrepet (M1) omfatter pengeholdene sektors beholdning av norske sedler og mynter samt sektorens innstående på transaksjonskonti i Norges Bank, forretnings- og sparebanker (i norske kroner og utenlandsk valuta).

<sup>2)</sup> Ekskl. bundne bankinnskudd (BSU, IPA, skattetrekkkonti mv.).

<sup>3)</sup> Det brede pengemengdebegreper (M2) defineres som summen av M1, pengeholdene sektors øvrige bankinnskudd og deres beholdning av banksertifikater i norske kroner og utenlandsk valuta. Bundne innskudd (BSU, IPA, skattetrekkkonti mv.) inngår ikke i pengemengden.

Kilde: Norges Bank

**Tabell 22. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekt (milliarder kroner)**

	Finansinvesteringer					Beholdninger				
	Året			4.kvartal		Året			per 31.12	
	2001	2002	2003	2002	2003	2001	2002	2003	2002	2003
Sedler mv og bankinnskudd	34,5	48,2	25,1	23,4	4,7	481,4	529,8	556,3	529,8	556,3
Sertifikater og obligasjoner	6,7	1,9	2,8	-0,3	0,9	21,6	23,0	27,9	23,0	27,9
Aksjer og grunnfondsbevis	9,1	16,5	18,9	4,2	5,6	157,6	164,3	190,9	164,3	190,9
Verdipapirfondsandeler	1,9	-2,1	4,2	-1,1	2,2	76,9	59,8	84,3	59,8	84,3
Forsikringstekniske reserver	40,1	31,0	43,5	7,8	15,3	490,0	505,3	558,8	505,3	558,8
Utlån og andre fordringer <sup>1)</sup>	6,3	19,9	18,3	0,0	3,0	148,0	168,5	186,8	168,5	186,8
<b>Fordringer i alt</b>	<b>98,5</b>	<b>115,4</b>	<b>112,7</b>	<b>34,1</b>	<b>31,6</b>	<b>1 375,4</b>	<b>1 450,8</b>	<b>1 605,0</b>	<b>1 450,8</b>	<b>1 605,0</b>
Lån i banker (inkl. Norges Bank)	67,3	72,0	92,9	16,4	30,9	660,4	727,9	821,9	727,9	821,9
Lån i statlige låneinstitutter	7,7	7,5	2,5	1,1	-0,5	148,5	156,0	158,5	156,0	158,5
Lån i kredittforetak og fin.selskaper	14,1	13,5	16,3	4,3	4,9	67,7	80,1	96,3	80,1	96,3
Lån i forsikringselskaper	-0,6	0,4	-1,7	-0,1	-2,2	16,1	16,5	14,7	16,5	14,7
Annen gjeld <sup>2)</sup>	7,2	5,6	-0,5	8,9	6,7	118,7	123,2	122,7	123,2	122,7
<b>Gjeld i alt</b>	<b>95,7</b>	<b>99,0</b>	<b>109,5</b>	<b>30,5</b>	<b>39,7</b>	<b>1 011,4</b>	<b>1 103,8</b>	<b>1 214,1</b>	<b>1 103,8</b>	<b>1 214,1</b>
<b>Nettofinansinvestering / nettofordringer</b>	<b>2,8</b>	<b>16,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>-8,1</b>	<b>364,0</b>	<b>347,0</b>	<b>390,9</b>	<b>347,0</b>	<b>390,9</b>

<sup>1)</sup> Utlån, påløpte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav og skattefordringer mv.

<sup>2)</sup> Andre lån, obligasjons- og sertifikatgjeld og påløpte, ikke betalte renter mv.

Kilde: Norges Bank

**Tabell 23. Pengemarkedets likviditet. Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato (Mill.kroner)**

	1/1-31/12		1/1-31/5	
	2002	2003	2003	2004
Staten og andre offentlige konti (ekskl. statspapirer)	5 950	-13 408	-35 447	-60 778
Statspapirer	-13 598	-41 322	-29 943	-5 668
Kjøp av valuta til Statens petroleumsfond	56 545	14 620	14 620	0
Andre valutatransaksjoner	421	0	0	75
Beholdning av sedler og mynt <sup>1)</sup> (anslag)	1 741	-1 337	3 597	3 039
D-lån	0	0	0	0
F-lån	-15 140	12 000	0	47 000
Annen sentralbankfinansiering	-18 700	18 716	17 840	46
<b>Reserver i alt</b>	<b>17 219</b>	<b>-10 731</b>	<b>-29 333</b>	<b>-16 286</b>
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	17 219	-10 731	-29 333	-16 286
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	0	0	0	0

<sup>1)</sup> Tallene bygger hovedsakelig på Norges Banks regnskap. Blant annet på grunn av ulik periodisering kan det oppstå avvik fra bankenes egne oppgaver til bankstatistikken.

Kilde: Norges Bank

## Rentestatistikk

**Tabell 24. Nominelle rentesatser i norske kroner. Gjennomsnitt (Prosent p.a.)**

	1 måned		3 måneder		12 måneder		Renter på bankenes dagslån i Norges Bank	Renter på bankenes folioinnskudd i Norges Bank
	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR		
januar 2003	6,4	6,2	6,2	6,0	5,9	5,6	8,3	6,3
februar 2003	6,1	5,9	5,9	5,7	5,5	5,3	8,0	6,0
mars 2003	5,8	5,6	5,7	5,5	5,4	5,2	7,6	5,6
april 2003	5,6	5,4	5,5	5,3	5,2	5,0	7,5	5,5
mai 2003	5,3	5,2	5,1	4,9	4,7	4,5	7,0	5,0
juni 2003	4,7	4,5	4,3	4,0	3,8	3,6	6,8	4,8
juli 2003	4,1	4,0	3,6	3,5	3,4	3,2	6,0	4,0
august 2003	3,5	3,3	3,3	3,1	3,4	3,2	5,4	3,4
september 2003	3,0	2,9	3,0	2,8	3,2	3,0	4,8	2,8
oktober 2003	2,9	2,8	3,0	2,9	3,2	3,1	4,5	2,5
november 2003	2,9	2,8	3,1	2,9	3,2	3,1	4,5	2,5
desember 2003	2,9	2,8	2,8	2,6	2,9	2,8	4,4	2,4
januar 2004	2,5	2,3	2,4	2,3	2,5	2,3	4,2	2,2
februar 2004	2,3	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	4,0	2,0
mars 2004	2,1	1,9	2,0	1,8	2,1	1,9	3,8	1,8
april 2004	2,1	2,0	2,1	2,0	2,3	2,2	3,8	1,8
mai 2004	2,1	2,0	2,1	2,0	2,4	2,3	3,8	1,8

Merk: NIDR = Norwegian Interbank Deposit Rate; ren kronerrente.

NIBOR = Norwegian Interbank Offered Rate; dannes ved hjelp av valutabytte.

Kilde: Norges Bank

**Tabell 25. Kortsiktige rentesatser<sup>1)</sup> for utvalgte valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)**

	DKK	GBP	JPY	SEK	USD	Rentedifferanse	
						EURO	NOK/EURO
januar 2003	2,9	3,9	0,0	3,8	1,3	2,8	3,1
februar 2003	2,8	3,7	0,0	3,7	1,3	2,7	2,9
mars 2003	2,6	3,6	0,0	3,5	1,3	2,5	2,9
april 2003	2,6	3,6	0,0	3,5	1,3	2,5	2,6
mai 2003	2,5	3,6	0,0	3,3	1,2	2,4	2,4
juni 2003	2,2	3,6	0,0	2,9	1,1	2,1	1,8
juli 2003	2,1	3,4	0,0	2,8	1,1	2,1	1,2
august 2003	2,1	3,5	-0,1	2,8	1,1	2,1	0,9
september 2003	2,1	3,6	0,0	2,8	1,1	2,1	0,6
oktober 2003	2,1	3,8	0,0	2,8	1,1	2,1	0,6
november 2003	2,2	3,9	-0,1	2,8	1,1	2,1	0,6
desember 2003	2,2	4,0	0,0	2,8	1,1	2,1	0,4
januar 2004	2,1	4,0	0,0	2,7	1,1	2,1	0,1
februar 2004	2,1	4,1	0,0	2,5	1,1	2,1	-0,2
mars 2004	2,1	4,3	0,0	2,3	1,1	2,0	-0,3
april 2004	2,1	4,3	0,0	2,1	1,1	2,0	-0,2
mai 2004	2,2	4,5	0,0	2,1	1,2	2,1	-0,2

<sup>1)</sup> 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

Kilde: OECD og Norges Bank

117

**Tabell 26. Effektive renter på norske statsobligasjoner<sup>1)</sup>. (Prosent p.a.)**

	3 år	5 år	10 år
januar 2003	5,3	5,4	5,7
februar 2003	4,9	5,0	5,3
mars 2003	5,0	5,1	5,2
april 2003	4,9	5,0	5,3
mai 2003	4,4	4,6	5,0
juni 2003	3,7	4,0	4,5
juli 2003	3,8	4,3	4,9
august 2003	3,9	4,4	5,0
september 2003	3,7	4,3	4,9
oktober 2003	3,9	4,4	4,9
november 2003	3,9	4,4	5,0
desember 2003	3,5	4,1	4,8
januar 2004	3,2	3,7	4,5
februar 2004	2,8	3,4	4,3
mars 2004	2,7	3,3	4,1
april 2004	3,1	3,9	4,7
mai 2004	3,3	4,1	4,9

<sup>1)</sup> Helårlig etterskuddsrente, månedsgjennomsnitt. Fra 1.1.93 er rentene beregnet ut fra renten på representative obligasjoner vektet med gjenstående løpetid

Kilde: Norges Bank

**Tabell 27. Effektive renter på statsobligasjoner i utvalgte land<sup>1)</sup>. (Prosent p.a.)**

	Tyskland	Sverige	Frankrike	Storbritania	Japan	USA	Rentedifferanse	
							NOK	DEM <sup>2)</sup>
januar 2003	4,2	4,8	4,2	4,4	0,8	4,0	1,4	
februar 2003	4,0	4,5	4,0	4,2	0,8	3,9	1,3	
mars 2003	4,1	4,6	4,1	4,3	0,7	3,8	1,2	
april 2003	4,2	4,8	4,2	4,4	0,7	4,0	1,1	
mai 2003	3,9	4,4	3,9	4,1	0,6	3,5	1,1	
juni 2003	3,7	4,2	3,7	4,0	0,6	3,3	0,8	
juli 2003	4,1	4,4	4,0	4,3	1,0	4,0	0,8	
august 2003	4,2	4,7	4,2	4,5	1,1	4,4	0,8	
september 2003	4,3	4,8	4,2	4,6	1,4	4,3	0,7	
oktober 2003	4,3	4,9	4,3	4,9	1,4	4,2	0,6	
november 2003	4,5	5,0	4,4	5,0	1,3	4,3	0,5	
desember 2003	4,4	4,9	4,3	4,9	1,4	4,3	0,4	
januar 2004	4,3	4,7	4,2	4,8	1,3	4,1	0,3	
februar 2004	4,2	4,6	4,1	4,8	1,2	4,1	0,1	
mars 2004	4,0	4,4	4,0	4,7	1,4	3,8	0,1	
april 2004	4,2	4,6	4,2	4,9	1,5	4,3	0,5	
mai 2004	4,3	4,7	4,3	5,1	1,5	4,7	0,6	

<sup>1)</sup> Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

<sup>2)</sup> Differansen mellom effektive renter på norske og tyske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år.

Kilde: OECD og Norges Bank

**Tabell 28. Banker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)**

	Utlån ekskl. nullstilte lån							
	I alt	Kommune- forvalt- ning	Ikke- finan- sielle offentlige foretak	Ikke- finan- sielle private foretak	Hus- hold- ninger	Rammelån	Nedbetalingslån	
						Kassekr. m.v. og byggelån	Utlån med pant i bolig	Andre utlån
1.kvartal 2003								
Forretningsbanker	7,52	6,48	6,67	7,66	7,47	9,45	7,32	7,30
Sparebanker	7,94	6,48	6,98	8,32	7,84	10,25	7,56	8,26
Sum banker	7,74	6,48	6,75	7,92	7,68	9,81	7,46	7,71
2.kvartal 2003								
Forretningsbanker	6,60	6,43	5,39	6,63	6,61	8,33	6,43	6,40
Sparebanker	7,09	5,40	6,88	7,54	6,97	9,33	6,69	7,50
Sum banker	6,86	6,01	5,78	6,99	6,81	8,79	6,58	6,87
3.kvartal 2003								
Forretningsbanker	5,01	4,29	4,09	5,21	4,92	6,83	4,70	5,05
Sparebanker	5,44	4,02	4,24	6,14	5,27	8,11	4,96	6,06
Sum banker	5,24	4,16	4,14	5,58	5,12	7,42	4,85	5,49
4.kvartal 2003								
Forretningsbanker	4,50	4,41	3,50	4,62	4,44	6,53	4,21	4,52
Sparebanker	4,96	3,35	3,85	5,61	4,81	7,59	4,51	5,56
Sum banker	4,74	3,89	3,64	5,00	4,65	7,05	4,38	4,97
1.kvartal 2004								
Banker	4,36	2,98	3,14	4,59	4,30	6,77	4,01	4,56

Kilde: Norges Bank

**Tabell 29. Banker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner fra publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)**

	I alt	Kommune- forvalt- ning	Ikke- finan- sielle offentlige foretak	Ikke- finan- sielle private foretak	Hus- hold- ninger	Innsk. på trans- aksjons- konti	Andre innsk.
1.kvartal 2003							
Forretningsbanker	4,89	5,17	5,22	4,82	4,90	4,30	5,53
Sparebanker	4,89	5,63	5,57	4,97	4,78	3,73	5,52
Sum banker	4,89	5,46	5,35	4,88	4,83	4,06	5,52
2.kvartal 2003							
Forretningsbanker	3,92	4,24	3,89	3,70	4,01	3,18	4,76
Sparebanker	3,84	4,51	4,28	3,92	3,76	2,64	4,56
Sum banker	3,88	4,42	4,03	3,78	3,87	2,95	4,65
3.kvartal 2003							
Forretningsbanker	2,26	2,82	2,55	2,12	2,29	1,88	2,69
Sparebanker	2,27	2,97	2,76	2,36	2,19	1,58	2,66
Sum banker	2,27	2,91	2,60	2,21	2,23	1,76	2,67
4.kvartal 2003							
Forretningsbanker	1,81	2,48	2,16	1,81	1,77	1,63	2,03
Sparebanker	1,87	2,53	2,37	1,91	1,80	1,32	2,18
Sum banker	1,84	2,51	2,25	1,84	1,78	1,50	2,12
1.kvartal 2004							
Banker	1,42	1,93	1,68	1,37	1,40	1,14	1,66

Kilde: Norges Bank

**Tabell 30. Livsforsikringselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)**

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
31.03.2003	6,9	6,4	6,7
30.06.2003	5,7	6,0	5,9
30.09.2003	4,3	5,5	4,9
31.12.2003	4,1	5,3	4,7
31.03.2004	3,7	5,2	4,5

Kilde: Norges Bank

**Tabell 31. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)**

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
31.03.2003	7,2	7,2	6,7
30.06.2003	6,6	6,8	6,3
30.09.2003	6,0	6,1	5,6
31.12.2003	5,5	5,7	5,2
31.03.2004	5,1	5,4	4,5

Kilde: Norges Bank

# Resultat- og kapitaldekningsdata

**Tabell 32. Resultat og kapitaldekning: Banker.<sup>1)</sup>**  
**Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital**

	2002	2003	1.kvartal	
			2003	2004
Renteinntekter	7,5	5,8	7,0	4,3
Rentekostnader	5,4	3,9	5,0	2,6
Netto renteinntekter	2,1	1,9	2,0	1,7
Sum andre driftsinntekter	0,7	0,9	0,7	0,9
Andre driftskostnader	1,8	1,6	1,6	1,7
Driftsresultat før tap	1,0	1,2	1,0	0,9
Bokført tap på utlån og garantier	0,5	0,4	0,4	0,1
Resultat av ordinær drift (før skatt)	0,6	0,7	0,5	1,1
Kapitaldekning <sup>2)</sup>	12,2	12,3	12,4	12,0
Herav:				
Kjernekapital	9,6	9,7	9,5	9,3

<sup>1)</sup> Mørbanker (ekskl. filialer i utlandet) og utenlandskeide filialer / datterbanker.

<sup>2)</sup> I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning

Kilde: Norges Bank

**Tabell 33. Resultat og kapitaldekning: Finansieringsselskaper.<sup>1)</sup>**  
**Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital**

	2002	2003	1.kvartal	
			2003	2004
Renteinntekter	9,7	8,5	9,5	7,1
Rentekostnader	5,6	3,8	4,9	2,2
Netto renteinntekter	4,1	4,7	4,5	4,9
Sum andre driftsinntekter	2,5	2,3	2,0	1,6
Andre driftskostnader	4,1	4,0	3,9	3,3
Driftsresultat før tap	2,5	2,9	2,7	3,2
Bokført tap på utlån og garantier	0,6	1,0	0,9	0,9
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,9	2,0	1,8	2,3
Kapitaldekning <sup>2)</sup>	10,9	10,9	10,4	10,7
Herav:				
Kjernekapital	9,3	9,4	8,9	9,3

<sup>1)</sup> Alle norske morselskaper (ekskl. OBOS) og utenlandskeide filialer.

<sup>2)</sup> I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning.

Kilde: Norges Bank

**Tabell 34. Resultat og kapitaldekning: Kredittforetak.<sup>1)</sup>**  
**Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital**

	2002	2003	1.kvartal	
			2003	2004
Renteinntekter	5,3	4,4	5,0	3,5
Rentekostnader	4,7	3,8	4,3	3,0
Netto renteinntekter	0,7	0,7	0,7	0,6
Sum andre driftsinntekter	-0,0	0,0	0,0	0,0
Andre driftskostnader	0,2	0,1	0,1	0,1
Driftsresultat før tap	0,5	0,5	0,6	0,5
Bokført tap på utlån og garantier	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	0,5	0,5	0,5	0,5
Kapitaldekning <sup>2)</sup>	12,7	12,2	12,7	11,9
Herav:				
Kjernekapital	10,4	9,6	10,2	9,4

<sup>1)</sup> Alle norske morselskaper.

<sup>2)</sup> I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning.

Kilde: Norges Bank



## Valutakurser

**Tabell 35. Den norske krones internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser**

	Industriens effektive kronekurs <sup>1)</sup>	1 EUR	100 DKK	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
januar 2003	92,52	7,3328	98,66	11,16	5,81	79,93	6,90
februar 2003	94,75	7,5439	101,51	11,26	5,87	82,49	7,00
mars 2003	98,02	7,8450	105,62	11,49	6,12	85,03	7,26
april 2003	97,78	7,8316	105,47	11,37	6,02	85,56	7,22
mai 2003	97,10	7,8711	106,01	11,04	5,80	85,97	6,80
juni 2003	100,77	8,1622	109,93	11,63	5,91	89,51	7,00
juli 2003	102,57	8,2893	111,52	11,84	6,14	90,24	7,29
august 2003	102,40	8,2558	111,08	11,81	6,24	89,37	7,41
september 2003	102,15	8,1952	110,34	11,76	6,36	90,37	7,31
oktober 2003	102,26	8,2278	110,74	11,80	6,42	91,32	7,04
november 2003	101,95	8,1969	110,22	11,83	6,41	91,14	7,01
desember 2003	101,55	8,2414	110,74	11,74	6,22	91,34	6,71
januar 2004	105,45	8,5925	115,36	12,42	6,41	94,04	6,81
februar 2004	107,82	8,7752	117,77	12,96	6,51	95,63	6,94
mars 2004	105,34	8,5407	114,65	12,72	6,42	92,49	6,97
april 2004	103,00	8,2938	111,42	12,46	6,43	90,47	6,92
mai 2004	101,55	8,2006	110,21	12,21	6,10	89,83	6,83

<sup>1)</sup> Nominell effektiv kronekurs beregnet på grunnlag av kursene på NOK mot valutaene for Norges 25 viktigste handelspartnere, beregnet som en kjedet indeks og vektet med OECDs konkurransevekter. Vektene, som oppdateres årlig, er fastsatt på grunnlag av de enkelte lands betydning som konkurrent. Indeksen er satt lik 100 i 1990. Stigende indeksverdi betyr depresierende kronekurs. Nærmere forklaring finnes på Norges Banks hjemmesider ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no))

Kilde: Norges Bank

**Tabell 36. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser**

	GBP/USD	EUR/GBP	USD/EUR	EUR/JPY	JPY/USD
januar 2003	1,6164	0,6571	1,062	126,1147	118,74
februar 2003	1,6086	0,6697	1,077	128,5750	119,35
mars 2003	1,5830	0,6825	1,080	128,1511	118,61
april 2003	1,5736	0,6890	1,084	130,0741	119,97
mai 2003	1,6227	0,7130	1,157	135,6071	117,20
juni 2003	1,6612	0,7017	1,166	138,0045	118,38
juli 2003	1,6235	0,7004	1,137	134,9582	118,69
august 2003	1,5926	0,6991	1,113	132,2774	118,80
september 2003	1,6093	0,6969	1,122	128,9269	114,95
oktober 2003	1,6760	0,6976	1,169	128,1083	109,57
november 2003	1,6888	0,6927	1,170	127,8064	109,25
desember 2003	1,7496	0,7022	1,228	132,4419	107,81
januar 2004	1,8223	0,6921	1,261	134,1105	106,34
februar 2004	1,8683	0,6768	1,265	134,7664	106,57
mars 2004	1,8268	0,6712	1,226	133,0724	108,53
april 2004	1,7999	0,6655	1,198	129,0620	107,75
mai 2004	1,7872	0,6714	1,200	134,3959	112,00

Kilde: Norges Bank

# Utenriksøkonomi

**Tabell 37. Utenriksregnskap for Norge (Mill.kroner)**

	2002	2003	Januar-Mars	
			2003	2004
Varebalansen	186 875	191 102	51 403	51 792
Tjenestebalansen	22 836	21 835	6 658	7 917
Rente- og stønadsbalansen	-13 632	-11 729	-5 798	-5 782
<b>A. Driftsbalansen</b>	<b>196 079</b>	<b>201 208</b>	<b>52 263</b>	<b>53 927</b>
Fordelt på:				
Oljevirksomhet <sup>1)</sup>	251 768	272 991	69 669	67 564
Utenriks sjøfart <sup>1)</sup>	37 601	37 546	8 896	11 718
Annet	-93 290	-109 329	-26 302	-25 355
<b>B. Netto kapitaloverføringer</b>	<b>-431</b>	<b>4 724</b>	<b>37</b>	<b>64</b>
<b>C. Kapitalutgang, ekskl. Norges Bank</b>	<b>21 465</b>	<b>47 493</b>	<b>289</b>	<b>34 257</b>
Statsforvaltningen	-1 204	-461	2 865	-5 918
Kommuneforvaltningen	719	146	161	92
Banker	-73 450	-26 863	-22 394	-34 859
Forsikring	56 274	27 473	-618	25 804
Andre finansinstitusjoner	-30 075	-27 107	-15 878	-1 612
Utenriks sjøfart	2 534	-1 067	322	-2 600
Oljevirksomhet	-37 946	-8 860	-3 076	7 329
Andre private og statlige foretak	21 991	21 710	22 819	11 662
Uforklart differanse	82 622	62 522	16 088	34 359
<b>D. Norges Banks netto kapitalutgang (A + B - C)</b>	<b>174 183</b>	<b>158 439</b>	<b>52 011</b>	<b>19 734</b>
<b>E. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utlandet</b>	<b>-175 470</b>	<b>114 042</b>	<b>21 936</b>	<b>52 646</b>
<b>Endring i Norges Banks netto fordringer på utlandet (D + E)</b>	<b>-1 287</b>	<b>272 481</b>	<b>73 947</b>	<b>72 380</b>

<sup>1)</sup> Spesifisert i Norges Bank på grunnlag av poster i utenriksregnskapet

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 38. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)**

	31.12.2002			31.12.2003			31.03.2004		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Offentlig forvaltning	838,1	281,4	556,7	1 165,0	371,9	793,1	1 254,8	401,5	853,2
Norges Bank	226,7	64,4	162,3	254,6	62,2	192,4	283,2	84,8	198,5
Banker	125,8	371,8	-245,9	193,4	473,1	-279,7	184,9	508,5	-323,6
Andre finansielle foretak	110,6	176,3	-65,7	116,7	217,5	-100,8	124,2	230,1	-105,9
Forsikring	171,5	25,5	146,0	212,7	22,6	190,1	240,0	27,7	212,3
Offentl. eide ikke-finansielle foretak	120,3	112,1	8,1	147,3	111,5	35,8	153,8	103,0	50,8
Private eide ikke-finansielle foretak	352,7	406,7	-54,0	338,2	412,9	-74,6	338,2	417,1	-78,8
Husholdn. og ideelle organisasjoner	63,9	11,4	52,5	74,2	11,6	62,7	76,4	11,7	64,7
Ufordelte og statistisk avvik	0,0	0,0	0,0	62,5	0,0	62,5	96,9	0,0	96,9
<b>Alle sektorer</b>	<b>2 009,5</b>	<b>1 449,5</b>	<b>560,0</b>	<b>2 564,7</b>	<b>1 683,3</b>	<b>881,4</b>	<b>2 752,5</b>	<b>1 784,5</b>	<b>968,0</b>

Beholdningstallene er beregnet i Norges Bank med utgangspunkt i Statistisk sentralbyrås årlige finanstelling og sektorstatistikk for finansielle foretak. Dette er kombinert med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

# Internasjonale kapitalmarkeder

**Tabell 39. Endringer i bankenes internasjonale fordringer.<sup>1)</sup> Milliarder USD**

	2000	2001	2002	2003	Utestående
					31.des.03
Total	1 221,5	859,4	742,4	1 024,6	15 928,9
Av dette vis-a-vis:					
ikke-banker	288,8	442,1	315,2	542,4	5 673,1
banker (og ufordelt)	932,7	417,3	427,2	482,2	10 255,8

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

- utlån over landegrensene i alle valutaer
- utlån til innlendinger i fremmed valuta
- tilsvarende fordringer utenom utlån

Kilde: BIS

**Tabell 40. Bankenes internasjonale fordringer, valutafordelt.  
Prosent av samlede internasjonale fordringer**

	Desember			
	2000	2001	2002	2003
Amerikanske dollar (USD)	43,3	45,1	41,9	39,5
Tyske mark (DEM)	..	..	..	..
Sveitsiske franc (CHF)	2,2	2,1	2,0	1,8
Japanske yen (JPY)	8,2	6,1	5,6	4,9
Britiske pund (GBP)	4,4	5,3	5,3	5,5
Franske franc (FRF)	..	..	..	..
Italienske lire (ITL)	..	..	..	..
ECU/EURO <sup>1)</sup>	27,8	28,5	33,6	37,5
Ufordelt <sup>2)</sup>	14,2	12,9	11,6	10,8
<b>Totalt i mrd. USD</b>	<b>10 778,6</b>	<b>11 627,9</b>	<b>13 375,0</b>	<b>15 928,9</b>

<sup>1)</sup> Fra januar 1999

<sup>2)</sup> Inkluderer andre valutaer enn de som er med i tabellen, og også fordringer hos banker i andre land enn hjemlandene til de syv valutaene som er spesifiserte.

Kilde: BIS

# Valutahandel

**Tabell 41. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner<sup>1)</sup>  
(Milliarder kroner pr.utg. av måneden)**

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, brutto fra:		Solgt, brutto fra:	
	Sentral- myndig. <sup>2)</sup>	Andre finansinst. <sup>3)</sup>	Publikum	Utlandet	Sum	Publikum	Utlandet	Publikum	Utlandet
april 2003	0,0	36,3	44,1	55,5	135,9	110,7	620,7	66,6	565,2
mai 2003	0,1	23,5	36,1	86,4	146,1	94,0	625,9	57,9	539,5
juni 2003	0,1	14,1	30,1	91,4	135,7	60,7	556,8	30,6	465,4
juli 2003	0,1	16,3	30,6	117,4	164,4	60,1	573,6	29,5	456,2
august 2003	0,1	14,5	35,9	118,2	168,7	62,1	591,8	26,2	473,6
september 2003	0,1	18,6	32,7	131,1	182,5	64,2	631,2	31,5	500,1
oktober 2003	0,1	-10,8	31,6	17,4	38,3	63,7	570,4	32,1	553,0
november 2003	0,1	-26,6	30,7	118,4	122,6	63,3	547,4	32,6	429,0
desember 2003	0,1	-19,2	42,9	118,2	142,0	74,5	514,1	31,6	395,9
januar 2004	0,0	-9,9	52,4	103,7	146,2	83,2	485,1	30,8	381,4
februar 2004	0,0	-1,8	52,3	81,3	131,8	92,2	440,9	39,9	359,6
mars 2004	0,0	10,8	47,1	133,4	191,3	87,9	475,5	40,8	342,1
april 2004	0,0	26,4	39,0	124,1	189,5	78,0	455,8	39,0	331,7

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

<sup>2)</sup> Statsforvaltn., trygdeforvaltn. og Norges Bank.

<sup>3)</sup> Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

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

**Tabell 42. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill.kroner)**

	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Valutaaktiva, spot	215 545	241 242	223 877	249 446	243 904
Valutapassiva, spot	365 732	388 607	392 606	418 306	460 797
1. Spotbalanse, netto	-150 187	-147 365	-168 729	-168 860	-216 893
2. Terminbalanse, netto	108 394	97 941	189 974	124 179	201 952

Kilde: Norges Bank

**Tabell 43. Bankenes valutatransaksjoner med ulike sektorer (Milliarder kroner)**

	Uke i 2004																																	
	2002														2003																			
	1-52	1-52	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23					
<b>1. Norske kunder</b>	<b>48</b>	<b>14</b>	<b>23,7</b>	<b>-8,8</b>	<b>13,3</b>	<b>-34,7</b>	<b>11,3</b>	<b>3,2</b>	<b>-15,8</b>	<b>-7,3</b>	<b>18,1</b>	<b>-19,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>13,8</b>	<b>20,4</b>	<b>21,9</b>	<b>10</b>	<b>-1</b>	<b>19,3</b>	<b>-10,0</b>	<b>13,8</b>	<b>-42,8</b>	<b>10,8</b>	<b>4,7</b>	<b>-12,0</b>	<b>-4,9</b>	<b>19,2</b>	<b>-13,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>1,8</b>	<b>18,2</b>	<b>20,1</b>		
Spot netto <sup>1)</sup>																	38	15	4,4	1,1	-0,5	8,1	0,4	-1,6	-3,8	-2,4	-1,1	-5,8	4,2	11,9	2,2	1,9		
Termin netto <sup>1)</sup>																	-12	-72	1,0	-4,2	-3,0	7,1	-1,9	0,5	1,8	-0,7	0,4	1,0	0,2	-2,9	-4,7	3,7		
-Endring i kjøpskontrakter <sup>2)</sup>																	26	-87	-3,4	-5,3	-2,5	-0,9	-2,4	2,1	5,6	1,7	1,5	6,9	-3,9	-14,8	-6,9	1,9		
-Endring i salgskontrakter <sup>3)</sup>																																		
<b>2. Utlandet</b>	<b>-81</b>	<b>-45</b>	<b>-18,3</b>	<b>8,9</b>	<b>-9,8</b>	<b>32,1</b>	<b>-10,1</b>	<b>4,1</b>	<b>8,1</b>	<b>2,2</b>	<b>-13,3</b>	<b>18,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-6,8</b>	<b>-23,5</b>	<b>-11,6</b>	-18	15	-7,1	15,9	-4,8	15,5	-5,6	12,2	12,3	-0,6	-10,1	17,6	-6,9	3,7	-7,0	14,6		
Spot netto <sup>1)</sup>																	-63	-60	-11,3	-6,9	-5,0	16,5	-4,5	-8,1	-4,2	2,9	-3,2	1,0	6,3	-10,5	-16,5	-26,2		
Termin netto <sup>1)</sup>																	-126	-184	10,3	-38,7	-3,1	31,6	2,0	-34,7	1,8	2,4	-12,9	28,5	-28,6	2,0	-29,1	-117,0		
-Endring i kjøpskontrakter <sup>2)</sup>																	-189	-124	21,6	-31,8	1,9	15,1	6,5	-26,6	6,0	-0,4	-9,8	27,5	-34,8	12,5	-12,6	-90,8		
-Endring i salgskontrakter <sup>3)</sup>																																		
<b>3. Norges Bank</b>	<b>53</b>	<b>13</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	53	13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Spot netto <sup>1)</sup>																	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Termin netto <sup>1)</sup>																	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
-Endring i kjøpskontrakter <sup>2)</sup>																	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
-Endring i salgskontrakter <sup>3)</sup>																	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>4. Annet</b>																																		
Nedbygging av bankenes netto valutafordringer overfor norske kunder	-11	-2	-1,9	-0,4	-2,2	1,7	3,8	0,9	4,0	3,7	-4,0	1,9	1,5	-7,5	3,8	16,1	4	-1	0,2	1,0	2,8	-2,8	-1,8	-0,6	0,4	-1,3	1,4	0,0	0,0	-0,8	-1,8			
Økning i totalposisjonen til bankene																																		
<b>Spesifikasjon av utlandets spot</b>																																		
Netto NOK-fordringer på bankene <sup>4)</sup>	-13	35	-2,2	3,5	-8,1	20,3	3,0	5,6	11,5	-6,0	-12,1	16,2	-7,4	6,4	-7,2	3,7	-2	-16	1,4	7,6	-0,3	-6,2	-10,8	4,6	3,4	5,5	2,8	1,0	-0,7	-0,1	-2,1	8,9		
VPS-registrerte aksjer <sup>5)</sup>																	-5	-5	-2,8	0,8	3,1	1,0	1,4	0,7	-1,2	0,2	-1,6	-0,5	0,6	-1,6	0,6	-0,9		
VPS-registrerte obligasjoner <sup>5)</sup>																	1	2	-3,5	3,9	0,5	0,4	0,7	1,3	-1,4	-0,3	0,8	0,8	0,6	-1,1	1,7	2,9		
VPS-registrerte sertifikater <sup>5)</sup>																	-	-	79,3	61,1	61,6	80,9	65,3	110,0	56,3	91,5	86,2	70,6	39,0	58,2	58,5	1 408,1		
Utlandets kjøp av VPS-registrerte verdipapirer, totalt																	-	-	74,4	73,4	64,9	76,1	56,7	116,6	57,2	96,9	88,2	71,9	39,5	55,4	58,6	1 419,0		
Utlandets salg av VPS-registrerte verdipapirer, totalt																																		

<sup>1)</sup> Positive tall innebærer at de nevnte sektorene kjøper valuta fra de norske bankene.

<sup>2)</sup> Positive tall innebærer at de nevnte sektorene øker sine kjøpskontrakter av norske kroner og negative tall innebærer forfall i kjøpskontrakter.

<sup>3)</sup> Positive tall innebærer at de nevnte sektorene øker sine salgskontrakter i norske kroner og negative tall innebærer forfall i salgskontrakter.

<sup>4)</sup> Positive tall innebærer at utlandet reduserer sine NOK-innskudd i norske banker.

<sup>5)</sup> Positive tall innebærer at utlandet har et nettosalg av VPS-registrerte verdipapirer.





