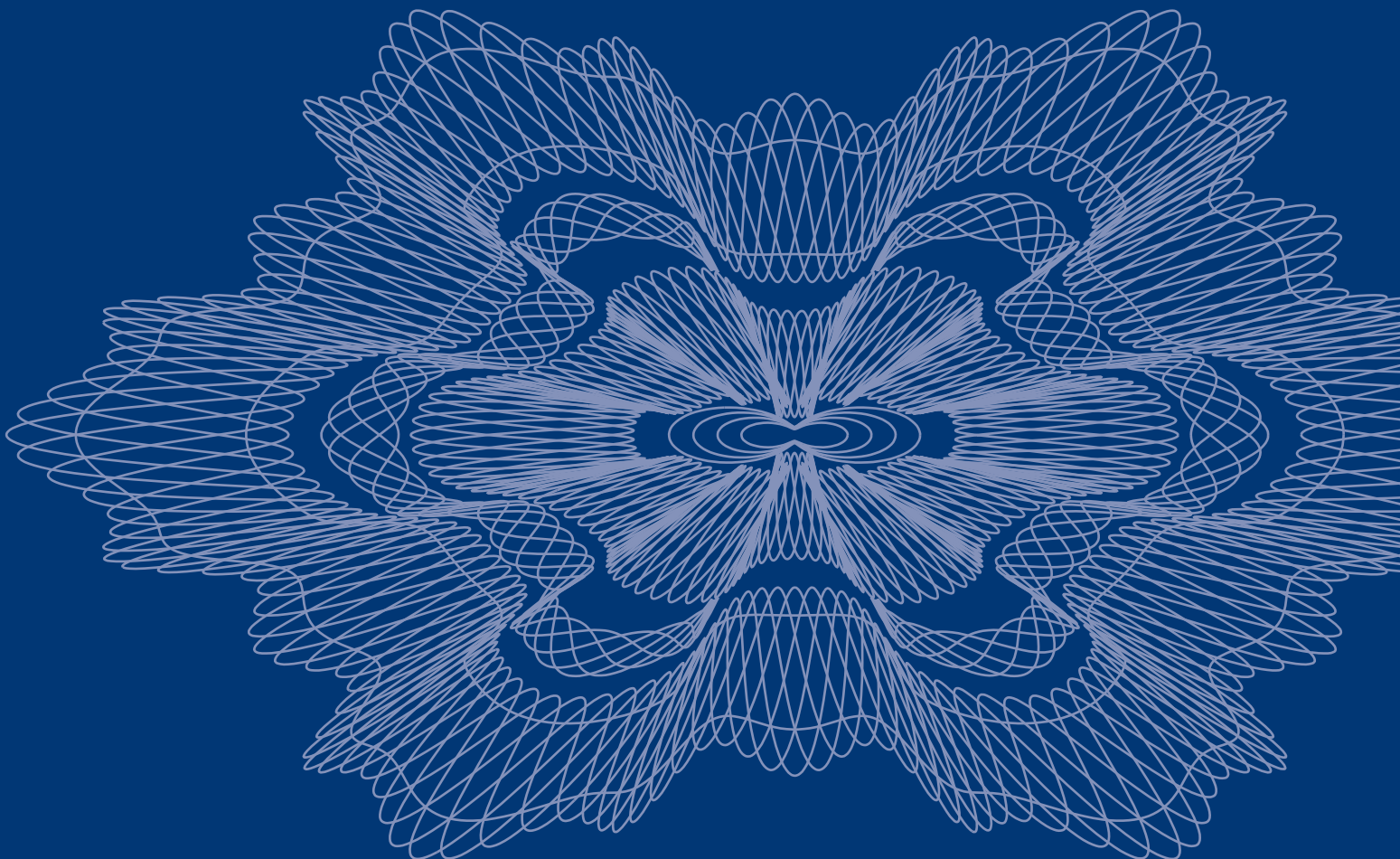




Penger og Kreditt

1
05

M a r s



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, 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

Ansvar. redaktør: Svein Gjedrem

Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastøyl

Redaksjonsutvalg: Audun Grønn, Statistikkavdelingen (leder)
Per Atle Aronsen, Sentralbanksjefens stab for kapitalforvaltning
Gunnvald Grønvik, Avd. for verdipapirmarkeder
Kåre Hagelund, Økonomisk avdeling
Nils Tore Eide, Stab og fellestjenester
Bent Vale, Forskningsavdelingen
Steinar Selnes, Norges Bank Kapitalforvaltning

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

Standardtegn i tabeller:

.	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	Queensberry House 3 Old Burlington Street London W1S 3AE, England	20 7968 2000	20 7321 2060
Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	22 31 66 58

Artikkeldel

Økonomiske perspektiver 4

Sentralbanksjef Svein Gjedrems foredrag ved Norges Banks årsmøte 17. februar

I foredraget diskuterer sentralbanksjefen hvordan pengepolitikken har virket de siste to årene. I tillegg diskuteres blant annet oppgavedelingen i den økonomiske politikken.

Etterprøving av Norges Banks anslag for 2004 15

Per Espen Lilleås

Norges Bank legger vekt på at anslagene i inflasjonsrapporten skal være etterprøvbare. Vi legger spesiell vekt på å analysere våre anslag for konsumprisveksten og kapasitetsutnyttelsen i økonomien, målt ved produksjonsgapet. I 2004 ble konsumprisveksten (KPI-JAE) betydelig lavere enn Norges Bank og andre prognosemakere tidligere anslo. Vurderingene av kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi i 2004 har endret seg forholdsvis lite gjennom 2003 og 2004. Norges Bank har gjennom det siste året anslått at norsk økonomi nærmet seg normal kapasitetsutnyttelse mot slutten av 2004.

Valutasikring i norske selskaper 29

Øystein Børsum og Bernt Arne Ødegaard

I artikkelen oppsummeres resultatene av en spørreundersøkelse om norske selskapers valutasikring. Undersøkelsen viser at norske selskaper er på linje med tilsvarende selskaper i andre land i sin valutasikring. De fleste selskaper bruker en eller annen form for valutasikring. Vanligvis sikres ikke hele eksponeringen. Bruken av valutaderivater er rettet inn mot sikring av kortsiktige transaksjoner. I liten grad sikres langsiktig, eller strategisk, eksponering.

Undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene i 2004: Sterk vekst i det norske rentederivatmarkedet .. 41

Sigbjørn Wettre og Anders Bohlin Borgersen

I forbindelse med en internasjonal undersøkelse i regi av Bank for International Settlements (BIS) målte Norges Bank aktiviteten i det norske valuta- og derivatmarkedet i april 2004. Omsetningen av rentederivater økte sterkt, mens valutaomsetningen økte moderat i Norge sammenlignet med en tilsvarende undersøkelse i april 2001. Norge skiller seg fra både Sverige og Danmark ved at svært lite av handelen i rentederivater er basert på utenlandske valutaer.

Oversikter og tabelldel

Nytt på nett fra Norges Bank 53

Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene 55

Auksjonskalender og opplegg for statspapirene 2005 56

Tabeller 57

Redaksjonen avsluttet: 14. mars 2005

Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 17. februar 2005

Innledning

Norge markerer i år at det er 100 år siden vi gikk ut av unionen med Sverige. Historisk har et eget pengevesen og en sentralbank vært en viktig del av nasjonsbygging. I Norge ble grunnlaget for en egen valuta lagt høsten 1814. Med utsikter til union med Sverige ble det skrevet inn i Grunnloven at Norge skulle beholde sin egen bank og sitt eget penge- og myntvesen. Pengeenheten ble spesidaler.

I 1875 vedtok Stortinget at Norge skulle slutte seg til den myntunionen som Danmark og Sverige hadde etablert to år tidligere. Spesidaleren ble da byttet med kronen. En norsk krone var verdt 0,40323 gram fint gull.

I den andre halvdel av 1800-tallet nøt Norge godt av åpen handel og frie kapitalbevegelser, og landet ble relativt velstående. Den norske levestandarden stod ikke tilbake for den svenske (fig. 1).

Myntunionen ble ført videre etter at den politiske unionen med Sverige ble avviklet. Avtalen mistet sin praktiske betydning etter at gullstandarden ble suspendert i 1914. Først i 1972 ble avtalen formelt opphevet.

Økonomisk forløp unionsoppløsningen i 1905 smertefritt. Tidligere sentralbanksjef Nicolai Rygg¹ skrev: «For 1905 peker (Norges Bank) på de lyse sider ved utviklingen i året, nemlig den stigende eksport (...) men det tar tid før tilliten og foretaksomheten vokser i tilstrekkelig grad til å bringe større liv og virksomhet til veie.» Norges Banks rolle var i første rekke å sikre tilliten til pengevesenet. Det var temmelig store uttak fra bankene. Flere ville sikre formuen ved å plassere i utenlandske obligasjoner. Bankene på sin side måtte ty til lån i Norges Bank. Direksjonen i Norges Bank valgte like-

vel å holde renten uendret på 5 prosent. Den ville ikke medvirke til å svekke – med Ryggs ord – «den tillitinnlytende ro» som preget de store historiske begivenhetene.

Den økonomiske utviklingen var god fram til første verdenskrig.

Internasjonale realrenter har falt

Rentenivået er lavere i dag enn i 1905. Faktisk har ikke Norges Bank latt styringsrenten være så lav siden banken ble etablert i 1816. Det skyldes et stykke på vei internasjonale forhold.

Rentenivået i mange land ble redusert vesentlig da konjunktorene sviktet tidlig i år 2000. Også rentene korrigert for prisstigningen – realrentene – er nå lave.

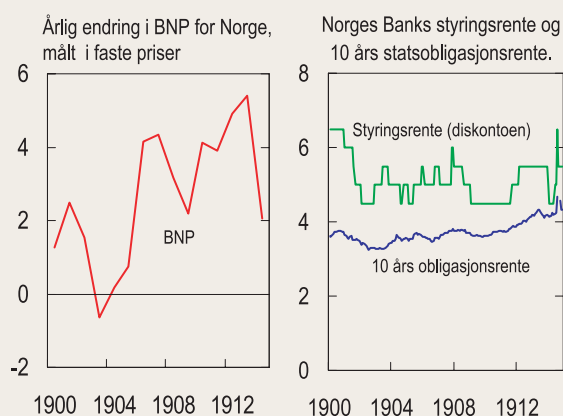
De første tiårene etter den andre verdenskrigen var preget av stabile nominelle renter, moderat inflasjon og lave, men positive realrenter. Senere har realrentene svingt mye (fig. 2).

På 1970-tallet skjøt inflasjonen fart. De nominelle rentene ble økt, men mindre enn veksten i inflasjonen, og realrentene ble negative. Tidlig på 1980-tallet ble så pengepolitikken strammet kraftig til i flere land. Realrentene fikk et løft. Etter hvert falt inflasjonen, og den stabiliserte seg igjen på et lavt nivå. Det la et grunnlag for nedgang i realrentene på 1990-tallet, før de falt ytterligere etter omslaget i konjunktorene i 2001.

Flere forhold kan forklare de lave realrentene:

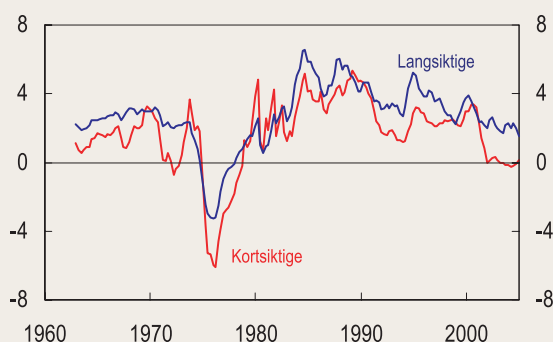
Inflasjonen har vært lav så lenge at de som sparer, krever liten premie som vern mot uventet prisstigning i framtiden.

Figur 1 Utvikling i BNP og renter 1900-1914. Prosent.



Kilder: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

Figur 2 Internasjonale realrenter. Prosent

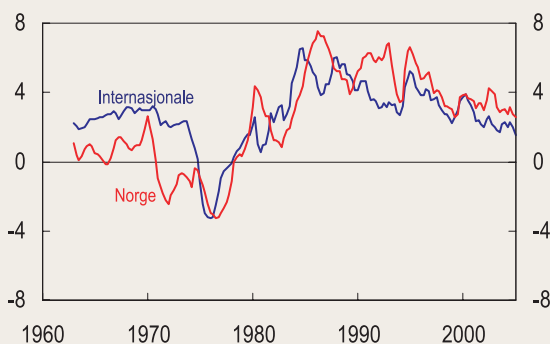


Kilder: Norges Bank, OECD, Statistisk sentralbyrå

Figuren viser realrenter for G7-landene; USA, Japan, Storbritannia, Tyskland, Frankrike, Canada og Italia. Landene er vektet sammen med BNP-vekter fra OECD.

¹ N. Rygg (1954): *Norges Banks historie*, Norges Bank.

Figur 3 Langsiktige realrenter. Prosent



Kilder: Norges Bank, OECD, Statistisk sentralbyrå

Figuren viser langsiktige realrenter for Norge og G7-landene: USA, Japan, Storbritannia, Tyskland, Frankrike, Canada og Italia. G7-landene er vektet sammen med BNP-vekter fra OECD.

For å unngå at valutaen styrker seg i forhold til dollar kjøper dessuten mange asiatiske sentralbanker amerikanske statspapirer og presser renten ned.

De lave kortsiktige rentene i USA, Japan og eurolandene får investorer til å plassere sine midler i mer langsiktige papirer. Dermed faller også de langsiktige rentene.

USA og enkelte andre land har økt sine styringsrenter, men forventningene om stigningstakten framover er blitt dempet. Fallet i de langsiktige rentene kan skyldes nye vurderinger av vekstutsiktene i verdensøkonomien.

Realrenten i Norge kan avvike fra realrentene ute når vekstutsiktene er forskjellige. Da vil samtidig kronekursen reelt endre seg slik at forventet avkastning på å plassere i Norge og i utlandet blir om lag lik. Men over tid har de langsiktige realrentene i Norge i stor grad fulgt de internasjonale, og som ute har våre langsiktige renter falt markert (fig. 3).

Liten risiko?

Samtidig som realrentene ute er uvanlig lave, blir det krevd liten betaling eller premie for å ta risiko. De som sparer og investerer, har en hel skala av alternativer å velge i mellom. I valget avveier de risiko og forventet avkastning. Den premien investorer krever for å ta risiko, har falt mye i det siste og er nå gjennomgående lav.

For eksempel er forskjellen mellom renten på statsobligasjoner og lån utstedt av private foretak, liten. Det ekstra rentepåslaget som framvoksende økonomier må betale for å ta opp lån, er også lite. Tilsvarende er premiene som betales for å sikre seg mot framtidige svingninger i valuta- og aksjemarkedene, små (fig. 4).

De lave risikopremiene kan gjenspeile at veksten i verdensøkonomien er ganske god, og at selskaper i mange land har økt inntjeningen og styrket sin finansielle stilling. Det kan se ut som kredittrisikoen er godt spredt i verdipapirmarkedene, og de internasjonale bankene virker solide. Færre store negative enkelthendelser har rystet markedene i det siste.

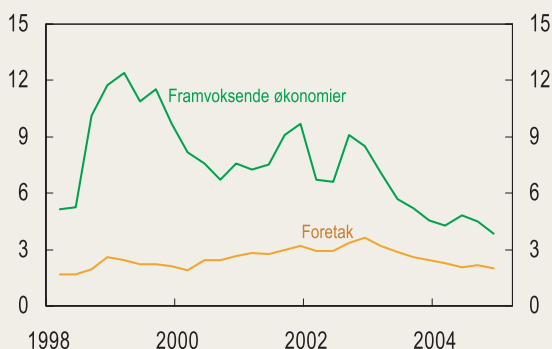
Men en annen forklaring kan være at lave renter har fått investorer til å ta mer risiko og dermed presset risikopremiene ned. I så fall gjenspeiler lavere premier snarere at pengepolitikken er ekspansiv, enn at den virkelige risikoen er lav.

Ubalanser i verdensøkonomien

De lave rentene og risikopremiene står i klar kontrast til de store ubalansene i verdensøkonomien.

Det er særlig store ubalanser i USAs handel og betalinger med utlandet. Det skyldes dels underskuddet på det føderale budsjettet. Samtidig forbruker amerikanske husholdninger mye og sparer lite. Sterk etterspørsel i USA har holdt veksten i verdensøkonomien oppe.

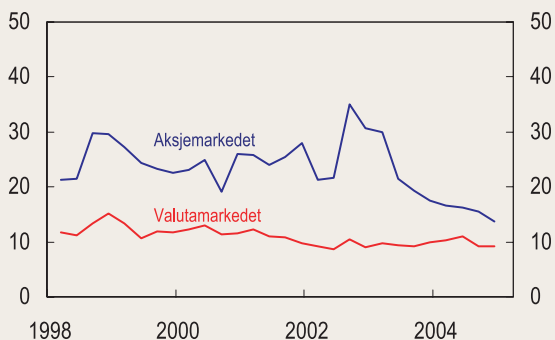
Figur 4a Risikopremie ved lån til framvoksende økonomier og obligasjonslån utstedt av private foretak. Prosentenheter



Kilder: EcoWin

Kurven for foretak viser differansen mellom effektiv rente på langsiktige obligasjonslån utstedt av amerikanske foretak med kredittrating Baa fra ratingselskapet Moody's og effektiv rente på amerikanske statsobligasjoner med 10 års gjestående løpetid. Kurven for framvoksende økonomier viser utviklingen i EMBI+ - indeksen fra JP Morgan. EMBI+ - indeksen viser differansen mellom effektiv rente på lån utstedt til et utvalg av framvoksende økonomier og effektiv rente på amerikanske statsobligasjoner. Alle kurver viser kvartalstall beregnet som gjennomsnittet av daglige observasjoner.

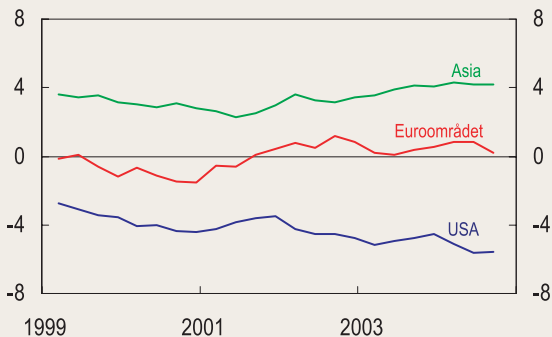
Figur 4b Risikopremie i aksje- og valutamarkedet. Prosent



Kilder: EcoWin

Kurven for aksjemarkedet viser utviklingen i VIX-indeksen. Indeksen er et vektet snitt av implisitt volatilitet for aksjeopsjoner med ulike kontraktstidskurs på den amerikanske aksjeindeksen S&P 500, og med løpetid på 30 dager. Kurven for valutamarkedet viser et likevektet gjennomsnitt av implisitt volatilitet for kjøpskurser på valutaopsjoner med løpetid på én måned for EUR/USD og EUR/YEN.

Figur 5 Driftsbalanse. Prosent av BNP



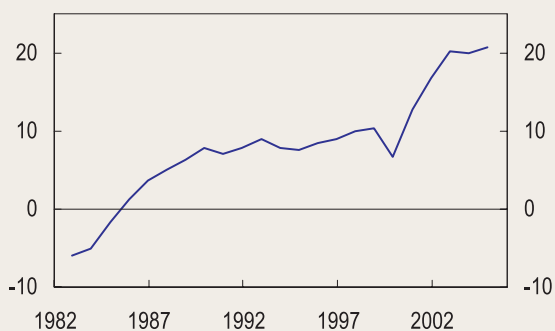
Kilder: EcoWin og nasjonale statistikkilder

Figuren viser utviklingen i driftsbalansen som andel av BNP for USA, Euroområdet og Asia. Landene i Asia inkluderer Japan, Kina, Singapore, Sør-Korea, Taiwan, Thailand, Malaysia, Indonesia og Filippinene.

For Kina er driftsbalansen basert på årstall fram til 2003, konvertert til kvartalsfrekvens. Tall for 1. til 3. kvartal 2004 er fremskrevet med samme nivå som 4. kvartal 2003.

Alle tall for driftsbalanse og BNP er målt i løpende priser. Kvartalstall.

Figur 6 USAs nettogjeld overfor utlandet. Prosent av BNP



Kilder: Federal Reserve Board og US Department of Commerce

Figuren viser USAs nettogjeld beregnet som sum av all gjeld til resten av verden minus sum av alle fordringer på resten av verden. Kilden er Flow of Funds Accounts fra Federal Reserve Board. I figuren er posten "Market value of foreign equities held by U.S. residents" inkludert, i tråd med OECDs behandling av disse tallene.

BNP-tall målt i løpende priser. Balanser ved utgangen av hvert år fra 1982 til 2003. For 2004 er det tall ved utgangen av 3. kvartal.

Underskuddet motsvares av overskudd i Europa og Asia (fig. 5).

Vedvarende underskudd har brakt den amerikanske utenlandsgjelden opp til et høyt nivå (fig. 6).

Befolkningen i USA vokser raskere enn i de øvrige OECD-landene. Det kan tilsi at de sparer noe mindre og investerer noe mer, men utslagene er nå vesentlig større enn slike demografiske forhold alene skulle tilsi.

Ubalansene kan vare ved en tid. De internasjonale kapitalmarkedene er dype og likvide med god tilgang på lån for amerikanske låntakere. Dersom kreditorene begynner å frykte kursfall og trekker seg ut, kan det likevel bli utløst kraftige korreksjoner. Det kan gi økte renter og kanskje også fall i amerikanske aksjemarkeder som smitter over til andre lands finansmarkeder. Også dollaren vil i så fall bli svekket. De amerikanske husholdningenes gjeldsbyrde kan være en annen kilde til ustabilitet dersom de brått strammer inn sin boligetterpørsel og sitt forbruk.

Den amerikanske sentralbanken øker nå gradvis rentenivået, og de første tiltakene for å redusere budsjettunderskuddet i USA er varslet. Det kan dempe veksten i innenlandsk etterspørsel og i importen av varer og tjenester. Men de vil trolig ikke gå så langt at den økonomiske veksten stopper opp, og at arbeidsledigheten øker.

USA utsteder verdens viktigste oppgjørs- og reservevaluta. Amerikanske delstater og virksomheter har tilgang til lån fra et stort internasjonalt kapitalmarked i egen valuta. Valutarisikoen ligger hos de utenlandske långiverne. Amerikanerne kan ha en langsiktig interesse i at dollaren er stabil og brukes ved internasjonale betalinger. Men dette kan bli veid mot det kortsiktige: Svekket dollaren i verdi, vil USAs handelsunderskudd bli redusert med mindre virkning på innenlandsk produksjon.

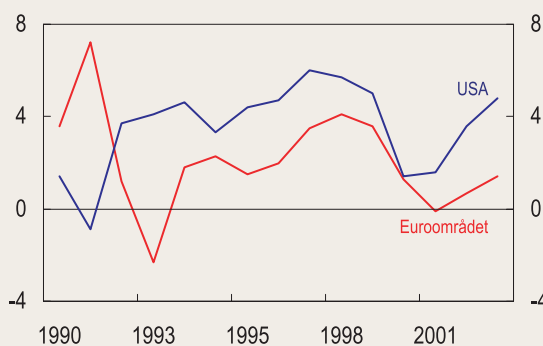
Ubalansene i handelen har ikke sitt opphav bare i

USA. De skyldes også svært lav vekst i Kontinental-Europa, og at asiatiske land i stor utstrekning bygger sin vekst på eksport. Også andre land enn USA må derfor bidra dersom veksten i verdensøkonomien ikke skal svikte.

Med liten innenlandsk vekstevne og høy arbeidsledighet er mange av industrilandene dårlig rustet for en svakere dollar og lavere etterspørsel fra USA. Utfordringene er kanskje særlig krevende i Japan og enkelte store europeiske land (fig. 7).

Situasjonen er ikke ensidig negativ. Det er god vekst i flere europeiske land som Spania, Irland og de nordiske. I Tyskland gjennomføres strukturelle reformer, særlig i arbeidslivet, som kan fremme vekst. Kanskje kan de lave langsiktige rentene gi økte investeringer. Likevel er det en usikkerhet om den framtidige økonomiske utviklingen som neppe fullt ut er reflektert i kurser, renter og premier.

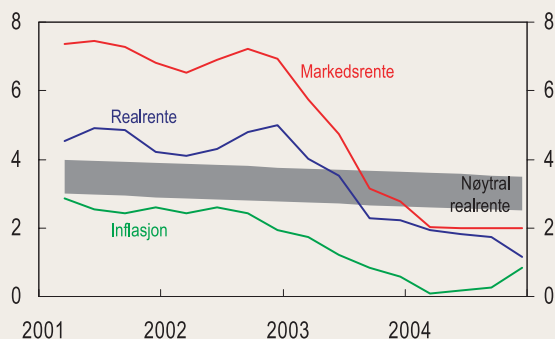
Figur 7 Privat innenlandsk etterspørsel. Årlig vekst. Prosent



Kilder: OECD

Privat innenlandsk etterspørsel omfatter privat konsum og private investeringer målt i faste priser. OECDs anslag for 2004. Årstall.

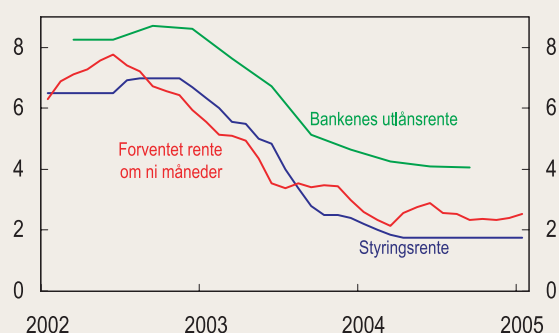
Figur 8 Renter og inflasjon. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Markedsrenten er tremåneders nominell pengemarkedsrente. Inflasjonen måles ved KPI-JAE. Realrenten er nominell rente deflatert med KPI-JAE. Det skyggelagte arealet gir et anslag på intervallet for den nøytrale realrenten. Kvartalstall.

Figur 9 Styringsrente, utlånsrente og forventet rente. Prosent



Kilder: EcoWin og Norges Bank

Forventet tremånedersrente om ni måneder er basert på implisitte 9 og 12 måneders pengemarkedsrenter. Månedstall.

Styringsrenten, Norges Banks foliorente, er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Månedstall.

Bankenes utlånsrenter er gjennomsnittlige renter på utlån til publikum. Kvartalstall.

Det er også risiko for at store ubalanser i verdenshandelen og den lave sysselsettingen i Europa utløser proteksjonisme som vil svekke vekstevnen enda mer.

Lave norske renter

Norges Banks styringsrente, foliorenten, er på et historisk lavt nivå. Realrentene er også lave. Fra desember 2002 til mars 2004 ble renten satt ned med i alt 5,25 prosentenheter. Rentenedgangen kan tilskrives flere forhold (fig. 8).

Senhøstes 2002 begynte prisstigningen å falle. Også anslagene for inflasjonen framover ble justert ned. Etter hvert kom det stadig ny informasjon om utsiktene i andre land og forhold ved norsk økonomi som tilsa at inflasjonen kunne bli svært lav. De kortsiktige realrentene er redusert med knapt fire prosentenheter. Trolig er det ikke bare endringer i realrenten som betyr noe, men også nivået. Fra desember 2002 til mars 2004 har renten endret seg fra å være høy til å bli lav. Realrenten er nå lavere enn en nøytral realrente. En realrente under den nøytrale vil stimulere aktiviteten, selv etter at virkningene av selve rentefallet ebber ut. Dette ble påpekt av den svenske økonomen Knut Wicksell i 1907²: «(...) en økning i prisene, uansett om den i starten er stor eller liten, kan aldri bli stoppet så lenge renten holdes lavere enn sitt normale nivå.»³

Beregninger kan indikere at den nøytrale realrenten for Norge ligger i området 2½ til 3½ prosent. Den har trolig avtatt noe de senere årene.

Pengepolitikken virker

Det tar tid før en rentereduksjon virker på inflasjonen. Vi ser nå effektene av pengepolitiske beslutninger som dels ligger to år tilbake i tid.

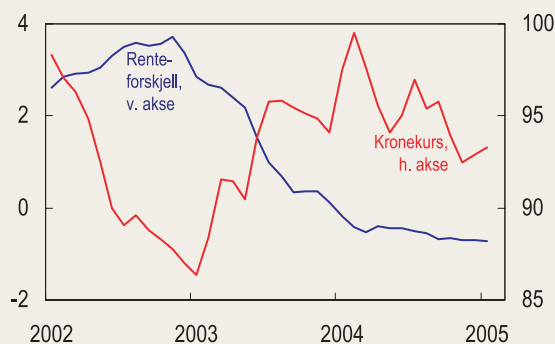
Renten har virket på prisstigningen via kronekursen og via etterspørselen etter varer og tjenester. Særlig har prisstigningen tatt seg opp på varer og tjenester som er produsert i Norge. I tillegg har reduksjonen i renten trolig bidratt til å holde forventningene om framtidig prisstigning oppe selv når inflasjonen er lav.

Norges Banks styringsrente er en dagsrente. Renter på innskudd og utlån med lengre løpetider vil gjenspeile hvilke forventninger aktørene har til våre framtidige vedtak om styringsrenten. Etter hvert som vi satte ned vår rente, falt også disse forventningene. Derfor reduserte bankene sine utlånsrenter. Pengepolitikken har fått større virkning fordi aktørene ventet at det lave rentenivået skulle vare ved en tid (fig. 9).

De første tegnene på at reduksjonene i renten virket, kom i valutamarkedet. Renteforskjellen mot andre land falt (fig. 10). Det ble mer attraktivt å låne og mindre lønnsomt å plassere i norske kroner. Kronekursen snud-

Valutakurskanalen

Figur 10 Kronekurs (indeks) og renteforskjell mot handelspartnere (prosentenheter)



Kilde: Norges Bank

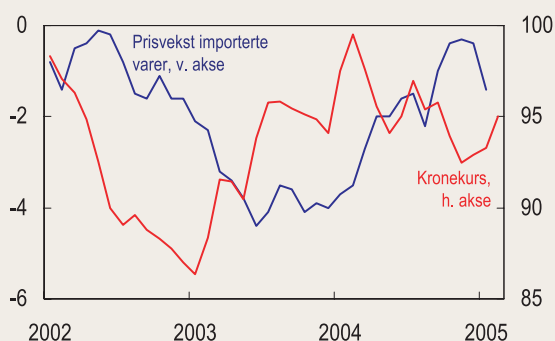
Utviklingen i kronekursen er målt ved den importveide kronekursindeksen I-44 (1995 = 100). Fallende kursindeks betyr sterkere krone. Månedstall. Renteforskjellen mot handelspartnere er sammenveid med importvekter.

² Knut Wicksell (1907): «The Influence of the Rate of Interest on Prices» *Economic Journal*, XVII (1907), pp. 213-220

³ Norges Banks oversettelse

Valutakurskanalen

Figur 11 Kronekurs (indeks) og prisvekst på importerte konsumvarer (prosent)

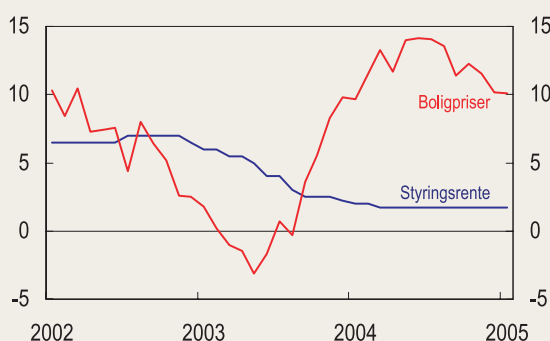


Kilde: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

Utviklingen i kronekursen er målt ved den importveide kronekursindeksen I-44 (1995 = 100). Fallende kursindeks betyr sterkere krone. Månedstill. Prisvekst på importerte konsumvarer er målt ved SSBs konsumprisindeks for importerte varer, justert for endringer i avgifter (juli 1999 = 100). Tall fra SSB fra desember 2003, Norges Banks beregninger før dette. Tolv månedersvekst. Månedstill.

Etterspørselskanalen

Figur 12 Styringsrente og boligpriser. Prosent

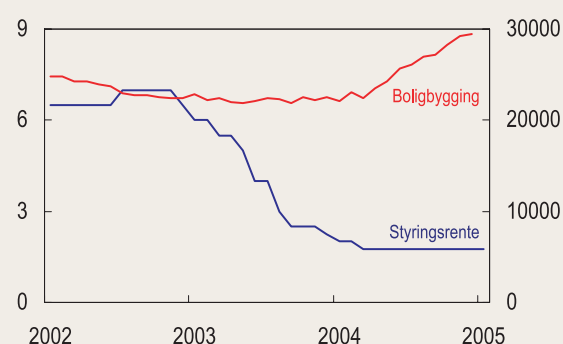


Kilder: Eiendomsmeglerbransjen (NEF, EFF) og Norges Bank

Styringsrenten, Norges Banks foliorente, er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Månedstill. Boligpriser viser tolv månedersvekst i ujusterte boligpriser fra eiendomsmeglerbransjen (NEF, EFF). Gjelder prisvekst på brukte boliger omsatt gjennom meglere tilknyttet Norges Eiendomsmeglerforbund. Månedstill.

Etterspørselskanalen

Figur 13 Styringsrente (prosent) og boligbygging (igangsatte boliger over 12 mnd.)



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Styringsrenten, Norges Banks foliorente, er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Månedstill. Boligbygging viser antall igangsatte boligenheter. Sum over tolv måneder. Månedstill.

de og svekket seg gjennom 2003 og inn i 2004. Utslagene i kronekursen er likevel blitt vesentlig dempet av at rentene ute har holdt seg lave. Den høye prisen på olje og gass og andre eksportvarer bidro også til å styrke kronen i fjor.

Svekkelsen av kronen i 2003 bremset fallet i prisene på importerte varer (fig. 11). Denne virkningen kom gradvis. Bedrifter og importører kan ha ønsket å observere endringer i valutakursen over noe tid før de endret egne salgspriser.

Etter at flere dyre lønnsoppgjør og en kort periode med sterk krone hadde svekket lønnsomheten i norsk næringsliv, bidro fallet i kronen til å dempe nedgangen i aktiviteten og sysselsettingen.

Det er likevel usikkert hvor sterke virkningene av de kortsiktige svingningene i valutakursen er, fordi bedriftene kurssikrer seg.

Valutakurssikring kan ta ulike former. Noen foretak kjøper innsatsvarer i samme valuta som de selger sine produkter i. Andre foretak tar opp lån i samme valuta som de har eiendeler i. I tillegg kan bedriftene kjøpe og selge valuta for framtidig levering eller skaffe seg opsjoner for slike handler. Den store internasjonale handelen med valutaderivater som er dominert av bankene, reduserer premier og kostnader for det øvrige næringslivet og fremmer derfor også vare- og tjenestebytte over landegrensene. Det er ikke en god idé å strø sand i dette maskineriet.

Det har vært sterke utslag i husholdningenes forbruk og i boliginvesteringene. Bedriftenes investeringer tar seg nå opp.

Norske husholdninger har mer gjeld enn innskudd. Nedgangen i renten har dermed frigjort midler. Husholdningene reagerte relativt raskt, og veksten i forbruket tiltok.

Rentefallet fikk boligprisene til å vokse (fig. 12). Omsetningen i boligmarkedet har vært stor. Høyere boligformue gir økte lånemuligheter og bidrar dermed også til større etterspørsel etter varige forbruksvarer. Husholdningenes gjeld har steget rundt 11 prosent det siste året.

De høye prisene på brukte boliger har gjort det mer lønnsomt å bygge nye boliger, og boligbyggingen øker (fig. 13).

Fallet i renten har også bidratt til å holde markedsverdien oppe på kontor- og forretningseiendommer selv med mye ledige lokaler. Utsikter til økt utnyttelsesgrad øker nå også prisene.

På grunn av økt produktivitet og redusert sykefravær kan det ha tatt tid før virkningene i arbeidsmarkedet har blitt synlige. Men økt etterspørsel etter arbeidskraft og fallende ledighet gir nå gradvis et strammere arbeidsmarked (fig. 14).

Høy rente i 2002 og budsjett disiplin bidro til at lønnsveksten har kommet ned på et mer opprettholdbart nivå

Økt etterspørsel etter bedriftenes produkter gir rom for

Etterspørselskanalen

Figur 14 Sysselsatte personer. Antall i tusen

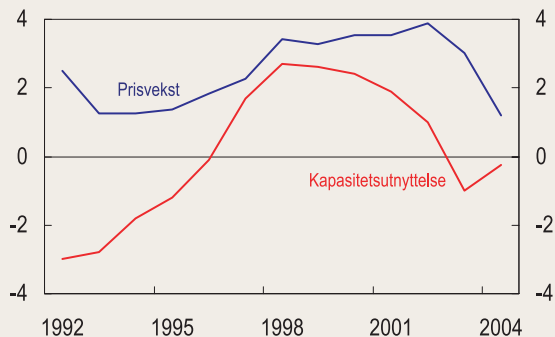


Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figuren viser utviklingen i antall sysselsatte personer, målt i tusen personer, beregnet som tremåneders glidende gjennomsnitt av de sesongjusterte månedstallene. For eksempel er tallet for november gjennomsnittet av oktober, november og desember.

Etterspørselskanalen

Figur 15 Prisvekst på norske varer og tjenester og kapasitetsutnyttelse i norsk økonomi. Prosent

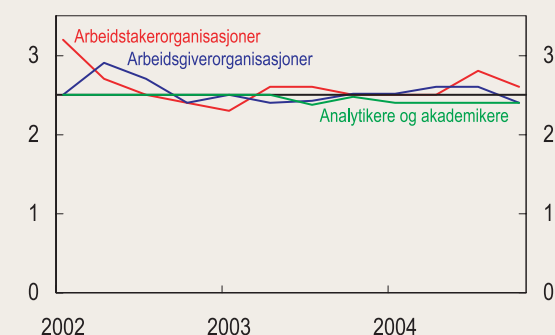


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisvekst på norske varer og tjenester er målt ved en beregnet konsumprisindeks uten importvarer og energivarer, justert for endringer i avgifter. Norges Banks beregninger. Årstall. Prosent. Kapasitetsutnyttelsen er målt ved Norges Banks anslag på produksjonsgapet. Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk produksjon og produksjon som er forenlig med stabil inflasjon (potensiell produksjon). Årstall. Prosent. Norges Banks anslag fra Inflasjonsrapport 3/04.

Forventningskanalen

Figur 16 Forventet konsumprisvekst 5 år fram i tid. Årlig vekst. Prosent



Kilder: TNS gallup

Forventet konsumprisvekst måles i en spørreundersøkelse blant et utvalg representanter for ulike arbeidstakerorganisasjoner, et utvalg representanter for ulike arbeidsgiverorganisasjoner og et utvalg økonomer innen finansnæringen og akademien. Undersøkelsen utføres av TNS Gallup. Kvartalstall..

å øke prisene. Erfaringene viser at prisstigningen blir påvirket direkte av hvor høy kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi er. Noe av den prisøkningen vi ser på varer og tjenester som er produserte i Norge, kan føres tilbake til økte marginer i næringslivet (fig. 15).

Er det tillit til pengepolitikken, vil aktørene i det økonomiske livet vente at prisveksten over tid blir om lag lik inflasjonsmålet. Bedriftene vil legge det til grunn i sine budsjetter. Det vil i så fall bidra til å stabilisere inflasjonen. Mange foretak endrer sine priser bare en eller to ganger i året. Når de endrer prisene, tar de trolig hensyn til hvor mye de venter at andre priser skal stige.

Det har vært viktig å unngå at forventningene til inflasjonen falt og fikk feste på et lavt nivå. Undersøkelser om prisstigningen framover tyder på at forventningene er godt forankret omkring inflasjonsmålet på lang sikt (fig. 16).

Renten er et virkemiddel med kraft i. Virkningene av fallet i renten kommer gjennom vekst i privat forbruk, høyere boligpriser, større boligbygging, flere investeringer i ulike deler av næringslivet, nyetableringer, bedret lønnsomhet i bedriftene, økt sysselsetting og lønnsvekst, økte prismarginer og høyere importert prisstigning.

Virkningene av rentefallet på etterspørsel, produksjon og sysselsetting har vært store. Det har tatt tid før prisstigningen har tatt seg opp. Dels skyldes det at lave renter ute samt gode oljepriser har dempet utslagene på kronkursen. Økt import fra lavprisland, konkurranse og økt effektivitet i norsk produksjon har også holdt inflasjonen nede.

Lav prisstigning fører til at vi har holdt renten lav lenger. Virkningen på produksjon og sysselsetting blir dermed større.

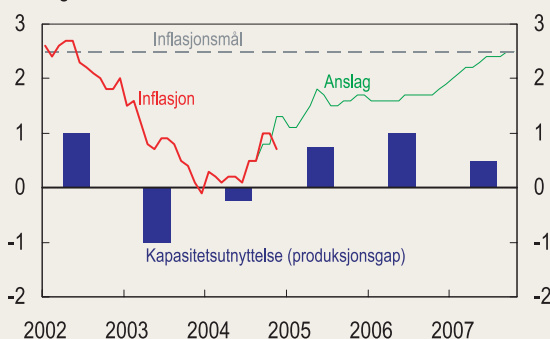
Vi kan ikke regne med at renten vil virke likt fra en periode til den neste. Økonomien blir også utsatt for uventede forstyrrelser. Vi kan derfor ikke finstyre utviklingen i økonomien med renten, men hindre de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Erfaringene kan tyde på at inflasjonsforventningene holder seg stabile selv om prisstigningen svinger en del så lenge renten brukes aktivt for å dempe utslagene. Med vår svært åpne økonomi må vi kanskje godta noe større svingninger i inflasjonen enn i en del andre land.

Nivået på renten kan påvirke når husholdninger og bedrifter ønsker å investere. Med det lave rentenivået vi har nå, har mange funnet det fordelaktig å fremskynde kjøp av eiendom og andre investeringer de ellers ville ha ventet med.

Behovet for boliger om ti-femten år vil avhenge av det framtidige inntektsnivået, hvor mange vi er og hvordan vi da lever sammen. Nivået på renten i dag har liten betydning for boligetterspørselen på lengre sikt. Høy boligbygging nå vil bli avløst av lavere bygging senere. Tilsvarende kan gjelde for eiendomsinvesteringer i næringslivet.

Vi har enkelte eksempler på at boligpriser utover det

Figur 17 Inflasjon og kapasitetsutnyttelse i norsk økonomi. Anslag. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Inflasjon er målt ved konsumprisindeksen justert for endringer i avgifter og uten energivarer (KPI-JAE). Tolv månedersvekst. Norges Banks anslag fra Inflasjonsrapport 3/04.

Kapasitetsutnyttelsen er målt ved Norges Banks anslag på produksjonsgapet. Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk produksjon og produksjon som er forenlig med stabil inflasjon (potensiell produksjon). Årstall. Norges Banks anslag fra Inflasjonsrapport 3/04.

vanlige i en periode, kan ha virkninger i svært lang tid. På slutten av 1800-tallet steg boligprisene kraftig i Kristiania. Den massive boligbyggingen som prisveksten førte til, preger fortsatt deler av Oslo. Boligmarkedet kollapset den gangen. Behovet for nye boliger var mettet. Først midt på 1980-tallet var de reelle boligprisene tilbake på nivået fra 1899.

Husholdningenes gjeld er nå mer enn én og en halv gang så stor som deres disponible inntekter. Økningen i gjelden skyldes dels strukturelle tilpasninger over tid til et fritt lånemarked, og dels den lave renten. Den økte gjeldsbelastningen gjør husholdningene mer sårbare. Det vil komme en periode hvor husholdningen ønsker å stabilisere sin gjeld og dempe sitt forbruk.

Fallet i renten har bidratt til å holde aktiviteten oppe i Norge etter en periode med svake konjunkturer ute og med høy lønns- og kostnadsvekst her hjemme. Men sterk bruk av renten som virkemiddel kan i seg selv være en kime til nye svingninger i økonomien fordi tidsprofilen for sparing og investeringer påvirkes. Det er derfor viktig at veksten er selvdreven når renten etter hvert skal vende tilbake mot et mer normalt nivå.

Virkningen av vår rente avhenger også av rentene ute. Mange land har hevet renten i denne konjunkturoppgangen, også i flere runder. Sist ute var sentralbanken i USA som nylig satte opp renten med 0,25 prosentenheter. Den har også varslet flere renteøkninger. Med utsikter til lav inflasjon har Norge ligget etter andre land i justeringen av renten mot et mer normalt nivå.

To år etter at vi begynte å senke renten, kan det se ut til at prisstigningen er på vei opp, om enn sakte. Inflasjonen er lav, men indeksene er også preget av midlertidige og tilfeldige forstyrrelser. Det vil fortsatt ta tid før vi har sett virkningen av den lave renten fullt ut. Det kan se ut til at veksten i norsk økonomi er blitt mer selvdreven.

Utnyttelsen av produksjonskapasiteten ligger nær det normale, og den øker. Renten kan etter hvert, og da gradvis, bringes opp mot et mer normalt nivå (fig. 17).

Oppgaver i den økonomiske politikken

De ulike delene av den økonomiske politikken virker forskjellig. De har derfor ulike oppgaver:

- Pengepolitikken styrer inflasjonen på mellomlang og lang sikt og kan i tillegg bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.
- Statsbudsjettet – veksten i offentlige utgifter – påvirker kronen og størrelsen på det konkurranseutsatte næringslivet på mellomlang sikt. Statens utgifter og inntekter må være i balanse på lang sikt.
- Lønnsdannelsen og økonomiens strukturer og insentiver legger grunnlag for hvor godt og effektivt vi utnytter arbeidskraften og øvrige realressurser.

Det er også samspill:

- Statsmyndighetene vil i sine vedtak om statsbudsjettet være opptatt av virkningene på norsk økonomi og vil derfor også ta hensyn til effektene via renten. Slik unngår de at veksten i offentlige utgifter trekker økonomien i én retning, og renten trekker i en annen.
- Med et kjent reaksjonsmønster i pengepolitikken, kan partene i de sentrale inntektsoppgjørene ta hensyn til virkningen via renten når lønnsveksten blir avtalt.
- Og dessuten, ved forhandlinger kan partene i offentlig sektor ta hensyn til at jo mer som tas ut i lønn, jo færre kan lønnes over offentlig budsjetter. At det her er et samspill, ble tydelig vist da sysselsettingen i statlige og kommunale virksomheter falt etter det dyre lønnsoppgjøret i 2002.

Myndighetene kan oppnå bedre resultater i den økonomiske politikken hvis de på forhånd kan binde seg til troverdige handlingsregler. Husholdninger, bedrifter og aktører i kapitalmarkedene ser framover når de tar sine beslutninger. Det er derfor viktig at myndighetene ikke sår tvil, men tvert i mot opptre langsiktig og forutsigbart. Det må være godt samsvar mellom planer og det som faktisk blir gjort.

Pengepolitikken oppgave er å sikre lav og stabil inflasjon. Erfaringene viser at vi ikke kan redusere arbeidsledigheten over tid bare ved å akseptere noe høyere inflasjon. I mange land, og også i Norge, er tilliten økt til at inflasjonen vil bli holdt i sjakk, fordi det å sette renten er delegert til sentralbanken.

Normer for utviklingen i budsjettet er ikke nytt. Normen de første 25 etterkrigsårene – og den ble fulgt – var at de årlige budsjettene skulle gjøres opp med overskudd. Overskuddet var tilstrekkelig til å finansiere økte lån til statsbankene.

Ved inngangen til oljealderen i Norge – tidlig på 1970-tallet – måtte normen vurderes. Sammenhengen mellom bruk av oljepenger og endringer i næringsstrukturen ble trukket fram.

I Stortingsmelding nr. 25 «Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn» fra 1973-74 heter det: «En overføring av produksjon og sysselsatte mellom bedrifter og næringer kan komme i stand gjennom et økt innenlandsk kostnadspress.» (...) og videre (...) «Hvor sterkt prispresset vil bli, avhenger særlig av hvor sterkt norsk næringsliv engasjeres i petroleumsvirksomheten og av hvor mye av inntektene som nyttes innenlands.» Virkningene for den økonomiske politikken ble også gjort klar: «Risikoen for et for sterkt prispress må tillegges stor vekt ved de avgjørelser som her skal treffes.» Statsbudsjettet ble på den tiden anvendt til å regulere nivået på aktiviteten i økonomien. Renten skulle være

lav – og ikke endres. I dag – med et inflasjonsmål – vil prispresset bli styrt av renten, mens kronens verdi vil variere i styrke. I dag vil denne setningen måtte lyde: «Risikoen for en for sterk valuta må tillegges stor vekt ved de avgjørelsene som her skal treffes.»

Vi er nå inne i en periode der petroleumsformuen plasseres i finansielle fordringer på utlandet via Statens petroleumsfond. Staten skal fase oljeinntektene gradvis inn i den innenlandske økonomien ved å bruke om lag forventet realavkastning av fondet.

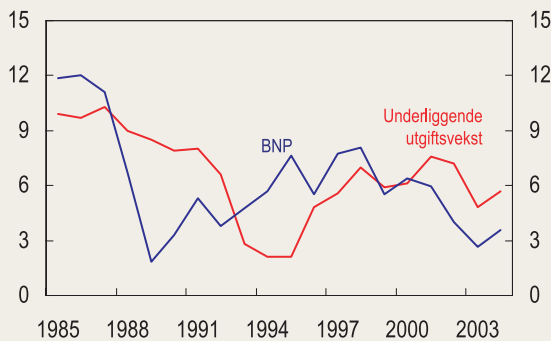
Handlingsregelen ble etablert i 2001. Veksten i offentlige utgifter hadde tiltatt fra 1997 etter å ha vært lav på midten av 1990-tallet. Også de senere årene har veksten i utgiftene vært temmelig sterk, men kanskje avtakende. Fra og med 2000 har veksten i bevilgningene i gjennomsnitt vært 6,3 prosent, mens verdiveksten i bruttonasjonalproduktet har vært 4,5 prosent (fig.18). Vi har liten samlet kunnskap om den reelle veksten i offentlig tjenesteproduksjon. Det er her ikke utviklet gode mål på produktiviteten og prisutviklingen.

Handlingsregelen for budsjettet tilsier at staten over tid bruker fire prosent av fondet. I år brukes drøyt seks prosent. Avviket skyldes dels en uventet svikt i skatteinntangen de senere årene. Underskuddet i statsbudsjettet fremkommer ved differansen mellom samlede inntekter og samlede utgifter. Hver utgjør de om lag halvparten av den samlede verdiskapingen i landet. Selv små avvik fra prognoser for utviklingen i henholdsvis utgifter og inntekter kan gi store utslag i underskuddet. Endringer i valutakursen vil også føre til at verdien av Petroleumsfondet vil svinge. Bare av disse grunnene vil tidvis bruken av oljeinntekter kunne være forskjellig fra fireprosentregelen. Det ble også bevilget penger fordi konjunkturerne var svake. Derfor er det ikke grunnlag for tvil om at handlingsregelen har vært førende for finanspolitikken.

Etter årene fra 1997 med sterk vekst i offentlige utgifter pekte handlingsregelen mot en fortsatt økning i bruken av oljeinntekter. Vi måtte regne med at denne veksten ville gi en forverring av konkurranseevnen til norsk industri, enten gjennom økte lønninger eller en styrking av kronekursen. Med sterkere lønnsvekst enn ute er konkurranseevnen blitt svekket med om lag 15 prosent siden midten av 1990-årene (fig. 19). Konkurranseevnen er om lag 5 prosent svakere enn gjennomsnittet de siste 30 årene. Kronekursen har vært påvirket av de høye prisene på olje og gass og på andre norske eksportvarer. Også pengepolitikken har påvirket forløpet for de norske relative kostnadene, men kronen har nå om lag den samme nominelle verdien som for ti år siden. Den sterke veksten i offentlige bevilgninger og forventninger om moderat økt utvikling i bruken av petroleumsinntektene er nå trolig bakt inn i kostnadsnivået.

De siste tretti årene er industrien blitt bygget ned i bølger. Den siste bølgen har kommet etter tusenårsskiftet, men også i årene fra 1977 til 1984 og fra 1987 til 1992

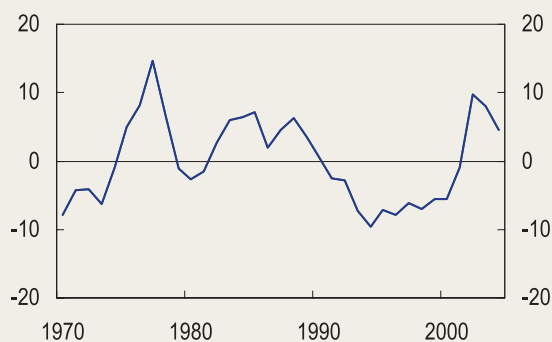
Figur 18 Statsbudsjettets utgifter og verdivekst i BNP for Fastlands-Norge. Årlig vekst. Prosent



Kilder: Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå

Figuren viser verdiveksten i BNP for Fastlands-Norge (markedsverdi) fram til 2003 basert på Statistisk sentralbyrås nasjonalregnskapstall. Tallet for 2004 er basert på Finansdepartementets anslag gitt i Nasjonalbudsjettet 2005, tabell 1.2. Figuren viser også utviklingen i statsbudsjettets nominelle underliggende utgiftsvekst. Tallet for 2004 er basert på anslag gitt i St.prp. nr. 31 (2004-2005) "Ny saldering av statsbudsjettet medregnet folketrygden 2004", tabell 1.3. Årstall.

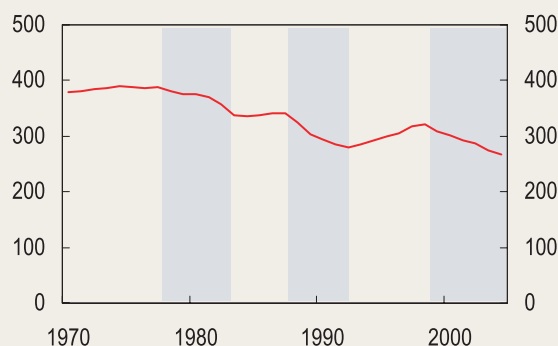
Figur 19 Konkurranseevne. Avvik i relative lønnskostnader fra gjennomsnittet for 1970-2003. Prosent



Kilder: TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

Figuren viser relative lønnskostnader mellom Norge og handelspartnerne målt i felles valuta. Lønnskostnadene er målt som timelønnskostnader i industrien. Relative lønnskostnader vises som avvik i prosent fra gjennomsnittet i perioden 1970-2003. Anslag for lønnsveksten i 2004 er fra Inflasjonsrapport 3/04. Årstall

Figur 20 Sysselsetting i industrien. Antall i tusen



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser utviklingen i antall industrisyssette ifølge Statistisk sentralbyrås nasjonalregnskap. Tallet for 2004 er basert på kvartalsvis nasjonalregnskap til og med 3. kvartal med uendret sesongjustert nivå på industrisyssettelsetningen fra 3. til 4. kvartal. Kvartalstall.

var avskallingen kraftig. I forkant av disse periodene ble konkurranseevnen til industrien svekket (fig. 20).

Nytten av en handlingsregel er at den gir vekt til langsiktige hensyn i møte med dag til dag utfordringer i den økonomiske politikken. Handlingsregelen stabiliserer bedriftenes forventninger om konkurranseevne og kronekurs. Det kan bidra til at vi unngår brå og store svingninger i den økonomiske strukturen. Hvis statsmyndighetene legger regelen til side, mister bedriftene et viktig holdepunkt. En handlingsregel kan gjøre vondt verre dersom aktørene i det økonomiske livet har lagt langsiktige planer på sviktende grunnlag.⁴

Både kortsiktige og langsiktige hensyn tilsier at bruken av oljeinntektene som andel av Petroleumsfondet dempes framover:

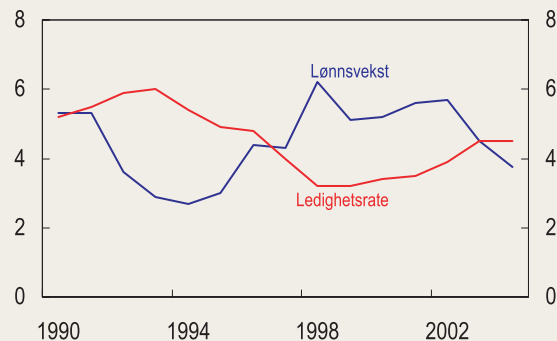
Norsk økonomi er i sterk vekst.

Det offentlige har bak seg store investeringer i eldreomsorgen som skulle dekke behovene til en generasjon som ble født rett etter første verdenskrig. Behovet for vekst i de offentlige utgiftene vil være mer moderat de nærmeste årene og preget av at de små fødselskullene på 30-tallet og i krigsårene nå blir gamle. Dessuten er Folketrygden fra 1967 i det vesentlige faset inn. Det er i tillegg ennå noen år før de store barnekullene etter siste verdenskrig går av med alderspensjon og etterspør flere helse- og omsorgstjenester.

Forholdene ligger derfor nå godt til rette for å vende tilbake til å bruke fire prosent av Petroleumsfondet.

Det kostnadsnivået norsk næringsliv har i dag, er tilpasset at vi bygger ut petroleumssektoren og jevnt faser inn bruken av oljeinntektene i fastlandsøkonomien. Kostnadene steg kraftig fra midten av 1960-tallet til midten av 1970-tallet, og de ble svært høye. Siden har kostnadene svingt en god del rundt dette nivået. Etter hvert vil vi kunne dekke en mindre del av vår import med løpende oljeinntekter og trekk på Petroleumsfondet. Da må konkurranseevnen bedres. Kanskje må

Figur 21 Lønnsvekst og arbeidsledighet. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og TBU

Figuren viser utviklingen i arbeidsledigheten i prosent av arbeidsstyrken målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) og årslønnsveksten inkludert kostnader knyttet til økt ferie. Tallene for lønnsvekst er basert på rapport fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU): "Etter inntektsoppgjørene 2004", (NOU 2004:14). Årstall.

den bringes tilbake mot nivået fra slutten av 1960-tallet, før Norge ble en oljenasjon.⁵

Arbeidsmarkedet

I det lange løp må lønnsnivået stå i forhold til de verdiene som skapes av de sysselsatte – arbeidstakernes produktivitet. Når den reelle veksten i lønningene er større enn veksten i produktiviteten, svekkes lønnsomheten i bedriftene. Næringslivet vil da ansette færre og si opp flere. Tilsvarende vil sysselsettingen i offentlige virksomheter gå ned dersom lønnskostnadene stiger mer enn inntektene. Når partene i arbeidslivet forhandler sentralt og lokalt vil de derfor veie hensynet til arbeidsplassene opp mot nytten av å ta ut mer i lønn.

Sammenliknet med andre europeiske land har inntektsdannelsen i Norge vært ganske fleksibel. Lønnsveksten har avtatt raskt når arbeidsledigheten har gått opp. Derfor har heller ikke arbeidsledigheten fått feste på et høyt nivå (fig. 21).

De gode resultatene skyldes dels de avveiningene som har vært gjort i lønnsoppgjørene på sentralt nivå. Men det har kanskje vært like viktig at det har vært mulig å tilpasse arbeidsstokken og lønnsveksten lokalt.

For det første kan virksomhetene tilpasse bruken av arbeidskraft til produksjonen ved overtid, deltidsstillinger eller innleie av arbeidskraft.

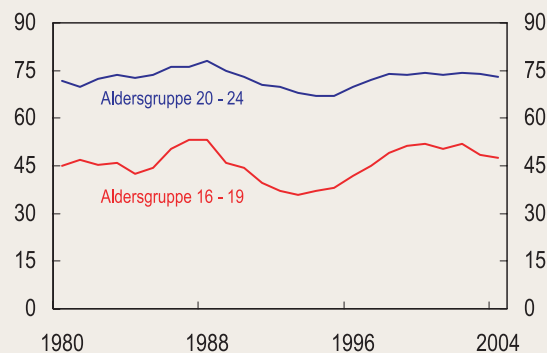
Det er dessuten stor fleksibilitet i tilbudet av arbeidskraft. Når etterspørselen øker, søker flere arbeid. De som allerede er sysselsatt, arbeider mer. I oppgangstider har vi særlig sett økt yrkesaktivitet blant ungdom. Motstykket er at antallet under utdanning stiger når ledigheten er på vei opp (fig. 22).

Når etterspørselen etter arbeidskraft stiger, flytter mange fra våre naboland hit for å få seg arbeid. I 2001 var det i tillegg nær 30 000 personer som hadde et arbeidsforhold i Norge hele eller deler av året, men som

4 Se Kydland, F.E. og E.C. Prescott (1977): «Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans», *Journal of Political Economy* 85, 473-490. For en norsk gjennomgang, se også Erling Steigum (2005): «Finn Kydland – Norges tredje nobelprisvinner i økonomi», Working Paper 1/05, Centre for Monetary Economics, Handelshøyskolen BI.

5 Se Akram, Farooq Q. (2003): «Reell likevektsvalutakurs for Norge», i *Norsk Økonomisk Tidsskrift* 118, s. 89-112

Figur 22 Andel yrkesaktive blant unge. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figuren viser andelen yrkesaktive i aldersgruppene 16-19 og 20-24 år. Årstall.

bodde i Sverige. Etter utvidelsen av EU er Norge blitt del av et større arbeidsmarked. Utvidelsen åpner også for økt handel med tjenester. Det øker produksjonskapasiteten i norsk økonomi. For eksempel ser det ut til at kapasiteten i bygg og anlegg har økt. Aktivitetsnivået der er nå svært høyt, og det er foreløpig ikke tegn til at lønnsveksten tiltar. Mobil arbeidskraft kan altså fjerne flaskehalser i arbeidsmarkedet.

Innslag av lokal fastsettelse av lønninger styrker også sysselsettingen. Enkelte nyere næringer benytter i større grad resultatavhengig lønn. Bedriftene kan da lettere redusere kostnadene og holde folk i arbeid når inntektene svikter. Det er også lønnsfleksibilitet i mer tradisjonelle næringer. Forskjeller i produktivitetsvekst og lønnsvekst mellom norske industribedrifter viser at arbeidere trolig tar ut lavere lønnsvekst i bedrifter med

lav vekst i produktiviteten.⁶ Det kan gi bedriftene bedre tid til omstillinger, og det kan dempe utslagene i arbeidsledigheten.

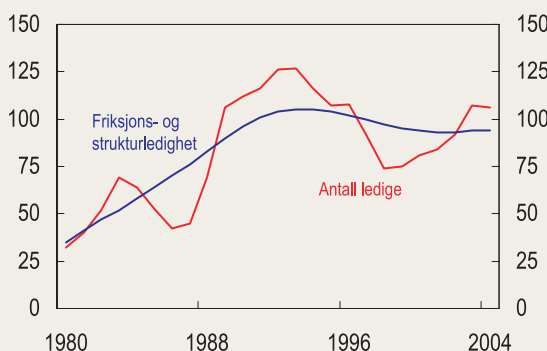
Arbeidsledigheten vil variere over konjunktorene, men det vil alltid være arbeidssøkere som midlertidig står uten jobb. Det nivået som ledigheten svinger rundt over tid, kan være et uttrykk for størrelsen på friksjons- og strukturledigheten (fig. 23). Blir det mer vanlig med omstillinger og skifte av jobb, vil også flere bli ledige på grunn av bytte av jobb. Er det god aktivitet i økonomien, vil de fleste raskt finne seg ny stilling. Andre med kvalifikasjoner fra fag som det er mindre etterspørsel etter, må søke lengre. I perioder med store strukturendringer i økonomien kan denne gruppen øke. Når det er få slike ledige, er lønnsveksten gjerne høy.

Selv om Norge kommer godt ut i forhold til mange andre land, har også vi svakheter i vårt arbeidsmarked. Lønnsveksten tiltar nå trolig ved en høyere arbeidsledighet enn den ville gjort for ti og tjue år siden. Mange sluses fra ledighet over til trygd, og trygd kan være en barriere mot å vende tilbake til arbeidslivet. Sykefraværet steg også lenge, men har falt markert det siste halvåret trolig som følge av krav om sterkere oppfølging av den enkelte.

Sett over tid har konjunktursvingningene i ledigheten vært små i forhold til økningen i friksjons- og strukturledigheten og veksten i antall uføre og førtidspensjonerte (fig. 24).

Det er viktig å ta vare på og kanskje forbedre vår fleksible lønnsdannelse. Pensjonsordningene og praktiseringen av trygderegler bør endres for å gi bedre insentiver og muligheter til å søke arbeid. Arbeidsmarkedets lover og regler bør bli lagt bedre til rette for produksjon og sysselsetting.

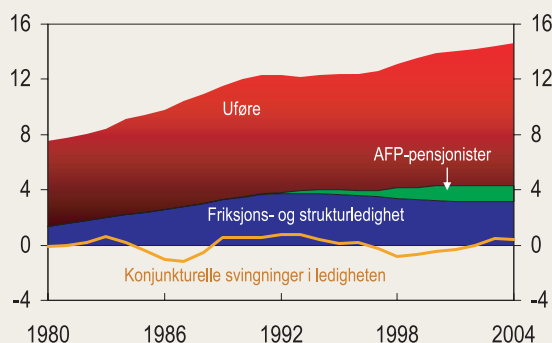
Figur 23 Arbeidsledige. Antall i tusen



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser utviklingen i antall arbeidsledige målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU). Kurven "Friksjons- og strukturledighet" uttrykker det underliggende nivået på arbeidsledigheten og er estimert ved den såkalte Hodrick-Prescott-metoden. I estimeringen er serien forlenget med Norges Banks anslag for antall arbeidsledige i årene 2005 til 2007, gitt i Inflasjonsrapport 3/04. Årstall.

Figur 24 Førtids- og uførepensjonister og ledige. Prosent av befolkningen (16-66 år)



Kilde: Statistisk sentralbyrå, Trygdeetaten og Norges Bank

Figuren viser utviklingen i summen av antall mottakere av uføreytelser fra trygdeetaten, antall registrerte AFP-pensjonister samt antall som er ledige på grunn av "Friksjons- og strukturledighet" (se figur 23 for forklaring). De ulike arealene gjenspeiler utviklingen i enkeltstørrelsene. Figuren viser også de konjunktuelle svingningene i ledigheten, som er basert på differansen mellom antall ledige og friksjons- og strukturledigheten. Alle tallene er målt i prosent av befolkningen i arbeidsfør alder (16-66 år). Årstall.

⁶ Kilde: Kjell Gunnar Salvanes: «Omstilling og strukturelle endringer i det norske arbeidsmarkedet». Presentasjon på konferanse i regi av Norges Handelshøyskole, Norges Rederiforbund og SNF i Oslo. 8. oktober 2004.

Avslutning

Før jeg avslutter, la oss gå tilbake til tiden rundt oppløsningen av unionen med Sverige i 1905.

Som nevnt fikk den ikke konsekvenser for pengepolitikken i Norge. Derimot er en svensk økonom som levde på den tiden, på sett og vis til stede i dagens pengepolitikk – både i Norge og Sverige.

Knut Wicksell var professor i nasjonaløkonomi ved universitet i Lund. Da myntunionen mistet sin betydning i 1914, foreslo han at det skulle etableres en egen skandinavisk sentralbank. Den skulle ha som mål å stabilisere prisnivået.

Etter at inflasjonsstyring er blitt rettesnor for pengepolitikken i mange land, har Wicksells arbeider fått sin renessanse. Ikke bare pekte han på at det er viktig å holde verdien av penger – prisnivået – stabilt, men han la også ansvaret for å gjøre det på renten. Når vi i dag snakker om en normal, eller nøytral rente, er Wicksell en opplagt referanse.

I 1907 skrev han følgende om sammenhengen mellom renten og prisstigningen:

«(...) Problemet med å holde en stabil pengeverdi og det gjennomsnittlige prisnivået konstant – noe som åpenbart må betraktes som det fundamentale problemet i den monetære vitenskap – ville kunne løses (...) ved å styre bankenes renter i riktig retning; senke dem når prisene faller og heve dem når prisene stiger.»⁷

Wicksells forslag om en skandinavisk sentralbank ble det aldri noe av. Selv inngikk Wicksell en union med en norsk kvinne, Anna Bugge. Historien skal ha det til at hun var en sterk pådriver for at han skulle fullføre sine akademiske manuskripter og ikke bare hengi seg til avisskriverier og folkelige foredrag. Selv hadde hun sitt ståsted i freds- og kvinnebevegelsen og var Sveriges første kvinnelige diplomat. Unionen mellom de to var ikke av ekteskapelig art – Wicksell ville ikke inngå en kontrakt som på den tid ville gjort ham til hennes formynder – men det var et kontraktsfestet samboerskap basert på gjensidig tillit og respekt. Kanskje ikke ulikt det samboerskapet Norge og Sverige har hatt på den skandinaviske halvøy de siste hundre årene.

Men det er en annen historie.

⁷ Knut Wicksell (1907): «The Influence of the Rate of Interest on Prices» *Economic Journal*, XVII (1907), pp. 213-220. Norges Banks oversettelse.

Etterprøving av Norges Banks anslag for 2004

Per Espen Lilleås, konsulent i Økonomisk avdeling¹

Vurderingene av kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi i 2004, målt ved anslag for produksjonsgapet, har endret seg forholdsvis lite gjennom 2003 og 2004. Norges Bank har gjennom det siste året anslått at norsk økonomi nærmet seg normal kapasitetsutnyttelse mot slutten av 2004. I inflasjonsrapportene i 2003 ble veksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) anslått å øke 2 prosent i 2004. Anslaget ble nedjustert til ½ prosent i inflasjonsrapporten som kom i mars 2004. Prisveksten i 2004 ble vesentlig lavere enn anslått i 2002–2003, men anslagene fra inflasjonsrapportene i 2004 har truffet den faktiske utviklingen godt.

1. Innledning

I denne artikkelen etterprøves anslagene for 2004 for prisveksten og den økonomiske utviklingen som ble gitt fra den siste inflasjonsrapporten i 2002 og fremover.

Det kan være mange årsaker til at prognosen ikke treffer den faktiske utviklingen. Årsaker til dette kan deles inn i fire hovedpunkter:

Tilfeldige forstyrrelser

- Økonomien blir utsatt for uventede hendelser og forstyrrelser, som det ikke er mulig å ta hensyn til på forhånd.

Beskrivelse av nåsituasjon

- Det er usikkerhet om den faktiske tilstanden i økonomien på det tidspunktet anslagene gis. Dette skyldes dels at det tar tid før statistikken blir publisert, og dels at statistikken ofte blir betydelig revidert i ettertid. Et

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt. Pengepolitikken er fremoverskuende. Anslag for prisveksten og den økonomiske utviklingen fremover er derfor et viktig grunnlag for pengepolitiske beslutninger. Norges Bank arbeider kontinuerlig med å bedre grunnlaget for anslagene. Analyser av avvik mellom den faktiske utviklingen og prognoser er en del av dette arbeidet. Slike analyser kan bidra til å øke forståelsen av økonomiens virkemåte, og dermed bidra til å lage bedre anslag i fremtiden. Etterprøving av anslagene er også et viktig grunnlag for vurderingen av pengepolitikken. Pengepolitikken er det redegjort nærmere for i Norges Banks årsberetning for 2004 (utgis april 2005).

galt utgangspunkt for vurderingen av utviklingen fremover vil kunne føre til at anslagene ikke treffer den faktiske utviklingen.

Forutsetninger

- Anslagene i inflasjonsrapportene i 2002–2004 var basert på tekniske forutsetninger for rente og valutakurs. Anslagene i Inflasjonsrapport 3/02 og 1/03 bygget på en forutsetning om uendret rente og kurs gjennom prognoseperioden. Etter hvert som renten kom ned på et lavere nivå, ble forutsetningene for rente og kurs endret. I Inflasjonsrapport 2/03 ble det presentert to sett av anslag. Det ene var bygget på uendret rente og uendret valutakurs gjennom prognoseperioden. Det andre bygget på en forutsetning om at renten og valutakursen ville følge markedets terminrente og terminvalutakurs. Fremskrivningene fra Inflasjonsrapport 3/03 og fremover har bygget på tilsvarende forutsetninger. En viktig grunn til endringen var at fremskrivninger bygget på en åpenbart urimelig renteforutsetning ville ha begrenset verdi som beslutningsgrunnlag.² Det vil heller ikke gi mening å etterprøve prognoser bygget på urealistiske forutsetninger. Anslagene på kortere sikt vil normalt bli mindre påvirket av forutsetningene for pengepolitikken.
- Anslagene bygger også på forutsetninger om den internasjonale økonomiske utviklingen, oljepris, offentlige utgifter, skatter og avgifter. Dette er forhold som påvirker den økonomiske utviklingen, men som pengepolitikken ikke kan påvirke. En annen utvikling enn det som legges til grunn for disse størrelsene, vil bidra til at prognosen ikke treffer den faktiske utviklingen. Hvor godt disse forutsetninger treffer den faktiske utviklingen, avhenger blant annet av kvaliteten på Norges Banks analyser, men vil også påvirkes av ulike tilfeldige forstyrrelser.

¹ Takk til Anne Berit Christiansen og Kåre Hagelund for gode innspill og nyttige kommentarer. Takk også til andre kolleger i Norges Bank.

² Norges Banks signalrente var høsten 2003 kommet ned i 2,5 prosent

Strukturelle endringer og forståelse av økonomiens virkemåte

- Sammenhengene i økonomien kan endres over tid. Dette kan blant annet skyldes endringer i rammebetingelsene, for eksempel deregulering av markeder, som gir økt konkurranse.
- Det er knyttet usikkerhet til hvordan pengepolitikken virker på både realøkonomi og priser. Analyseapparatet som benyttes, kan gi en upresis eller utilstrekkelig beskrivelse av de faktiske sammenhengene i økonomien. Over tid vil disse sammenhengene også påvirkes av strukturelle endringer.

2. Utviklingen i inflasjon og produksjon i 2004

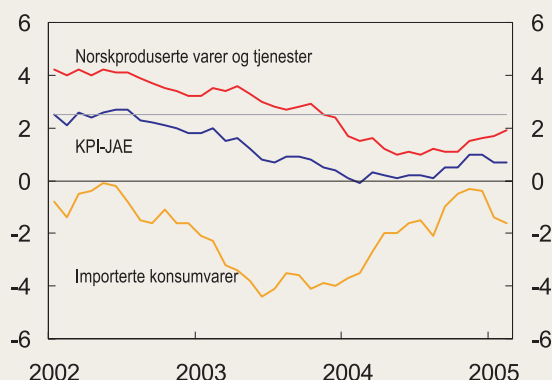
Konsumprisveksten avtok markert fra sommeren 2003 og fortsatte å falle fram til våren 2004. Konsumprisveksten justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) var 0,3 prosent i 2004. Prisveksten var svært lav i første halvdel av 2004, men tiltok gjennom høsten og nådde 1,0 prosent i november og desember og 0,7 prosent i januar og februar 2005. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester tok seg opp til om lag 1½ prosent på slutten av 2004. Prisene på importerte konsumvarer varierte mer. På slutten av året lå de om lag ½ prosent lavere enn ved utgangen av 2003, se figur 1. Korrigeres KPI-JAE for innføring av maksimalpris i barnehagene, som har en engangsvirkning på konsumprisene, og den direkte virkningen av rentene på husleie, var den underliggende prisstigningen i 2004 om lag ¾ prosent.³ Også alternative mål på den underliggende inflasjonen viser at inflasjonen var lav i 2004, se figur 2. Samlet tyder indikatorene på en underliggende årlig vekst i konsumprisene i området ½-1½ prosent.⁴

Mens det i 2003 særlig var fall i prisene på importerte konsumvarer som trakk konsumprisveksten ned, bidro lavere vekst i husleiene og prisfall på tjenester med andre viktige priskomponenter enn lønn, sterkt i 2004, se figur 3.

Etter et moderat tilbakeslag i første halvår 2003 tok veksten i norsk økonomi seg markert opp i 2004. Kostnadsveksten kom ned på et mer opprettholdbart nivå etter en kort periode med stram pengepolitikk. Lettelsene i pengepolitikken gjennom 2003 og inn i 2004 bidro til sterk oppgang i privat konsum og i boliginvesteringer. Aktiviteten i tjenesteytende næringer og i bygge- og anleggsbransjen økte kraftig. Høye oljeinvesteringer, oppgangen internasjonalt og en svakere kronekurs bidro til å bedre forholdene for industrien. Lønnsomheten for foretakene i Fastlands-Norge ble bedret. Investeringene begynte å øke i flere næringer. Veksten i eksporten tok seg markert opp.

Vekstpotensialet i norsk økonomi ser ut til å ha økt noe mer enn normalt i 2004. Det har sammenheng med økt

Figur 1 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – februar 2005

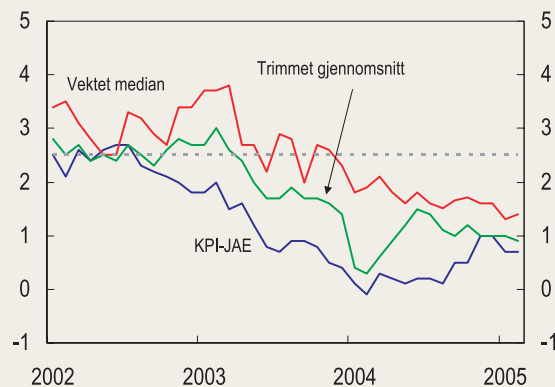


¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

²⁾ Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Tre indikatorer for underliggende prisvekst.^{1) 2)} Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – februar 2005

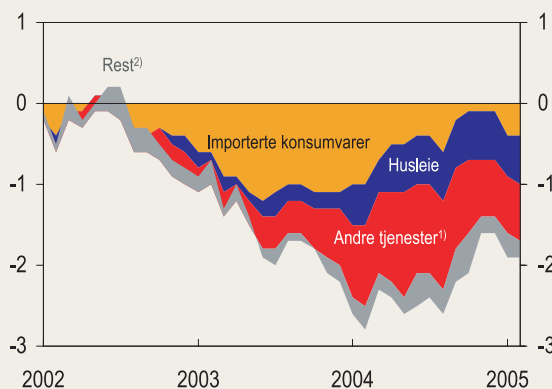


¹⁾ Trimmet gjennomsnitt beregnes ved at de største og de minste prisbevegelsene utelates når prisveksten beregnes. Samlet fjernes prisendringer som utgjør 20 prosent av vektgrunnlaget

²⁾ Vektet median fremkommer ved å sortere prisendringene på de enkelte varene og tjenestene etter stigende verdi. Medianen er den midterste verdien når det tas hensyn til vektene i KPI.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3 Bidrag til nedgang i veksten i KPI-JAE siden desember 2001. Prosentpoeng



¹⁾ Tjenester med andre viktige priskomponenter enn lønn.

²⁾ Jordbruksvarer, fiskevarer, norskproduserte konsumvarer, tjenester med lønn som dominerende faktor

Kilde: Norges Bank

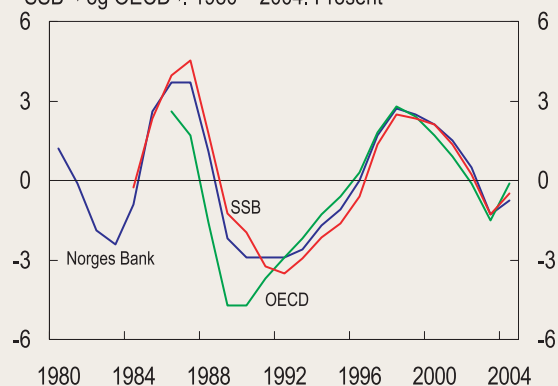
³ Etter forskriften for pengepolitikken skal det i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser.

⁴ Veksten i det trimmede gjennomsnittet var 1 prosent og veksten målt ved vektet median var 1,7 prosent i 2004.

Produksjonsgap

Fleksibel inflasjonsstyring innebærer at når inflasjonsforventningene er forankret rundt inflasjonsmålet, vil sentralbanken avveie utsiktene for utviklingen i priser og i realøkonomien. Produksjonsgapet er et sammenfattende mål på kapasitetsutnyttelsen i økonomien, og gir uttrykk for Norges Banks vurdering av den realøkonomiske utviklingen. Produksjonsgapet er forskjellen mellom det faktiske nivået på produksjonen i økonomien og det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid. Det er flere måter å anslå produksjonsgapet på. Norges Banks anslag på produksjonsgapet er et samlet skjønn som dels er basert på tekniske beregninger, dels på ulike indikator for kapasitetsutnyttelsen. Anslaget på produksjonsgapet endres både fordi nasjonalregnskapstallene revideres, og fordi en etter hvert får flere opplysninger og utvikler nye metoder som gir grunnlag for å revurdere synet på kapasitetsutnyttelsen i økonomien.

Figur 4 Anslag på produksjonsgap¹⁾ fra Norges Bank²⁾, SSB³⁾ og OECD⁴⁾, 1980 – 2004. Prosent



¹⁾ Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge. Beregningsmetodene varierer mellom de ulike institusjonene.

²⁾ Inflasjonsrapport 1/2005

³⁾ Økonomiske analyser 1/2005

⁴⁾ OECD Economic Outlook No. 76

Kilder: Statistisk sentralbyrå, OECD og Norges Bank

konkurranse og kraftig fall i sykefraværet. Utviklingen har bidratt til at norsk økonomi på kort sikt trolig kan vokse noe raskere uten at tilgang på arbeidskraft eller produksjonskapital setter skranker for veksten. Den høye veksten i 2004 innebærer likevel at kapasitetsutnyttelsen har økt og trolig er kommet opp på sitt historiske normalnivå.

Produksjonsgapet slik Norges Bank anslår det, var negativt, men i ferd med å lukkes i 2004. Den nedgangsperioden vi har bak oss, har likevel vært nokså liten sammenlignet med tidligere lavkonjunkturer i norsk økonomi. Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av produksjonsgapet, men andre institusjoners anslag på produksjonsgapet gir et tilsvarende bilde, se figur 4.

3. Nærmere om avvik mellom anslagene og den faktiske utviklingen

Tabell 1 viser sentrale forutsetninger og anslag for 2004 fra inflasjonsrapportene som ble publisert fra høsten 2002 til utgangen av 2004. Den siste kolonnen viser den faktiske utviklingen. I rammen «Nærmere om endringer i anslagene» til slutt i artikkelen, er det redegjort mer detaljert for endringer i anslagene i de ulike inflasjonsrapportene.

Anslagene for kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi i 2004 har vært forholdsvis lite endret, produksjonsgapet har vært anslått til å ligge nokså nær null gjennom 2003 og 2004, se figur 5. Veksten i norsk økonomi i 2004 ble høyere enn både Norges Bank og andre institusjoner anslø, se figur 6. Anslagene for veksten i 2004 ble grad-

Tabell 1. Sentrale forutsetninger og anslag på noen makroøkonomiske hovedstørrelser for norsk økonomi i 2004, og faktisk utvikling.

Prosentvis endring fra året før der ikke annet er oppgitt.

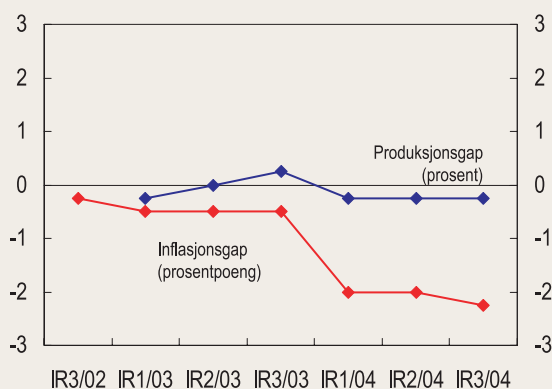
	Anslag IR 3/02 ¹	Anslag IR 1/03 ¹	Anslag IR 2/03 ²	Anslag IR 3/03 ²	Anslag IR 1/04 ²	Anslag IR 2/04 ²	Anslag IR 3/04 ²	Faktisk
Rente (prosent)	7	5,5	3,4	3,0	1,8	2,0	1,8	1,8
Valutakurs (indeks, I-44)	89,0	88,3	94,7	95,7	99,3	96,1	95,6	95,6
BNP handelspartnere	2½	2¼	2¼	2¼	2½	2½	2¾	2,9
Internasjonale priser	¾	¾	¼	0	-1½	-1	½	-1
BNP Fastlands-Norge	2¼	2	2½	3	3¼	3½	3¾	3½
Årslønn	5¼	4½	4½	4¼	3¾	3¾	3¾	3¾
KPI-JAE	2¼	2	2	2	½	½	¼	0,3
Produksjonsgap		¼	0	¼	-¼	-¼	-¼	-¾

¹ Basert på forutsetning om uendret rente og valutakurs

² Basert på terminrente og terminvalutakurs

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene og Norges Bank

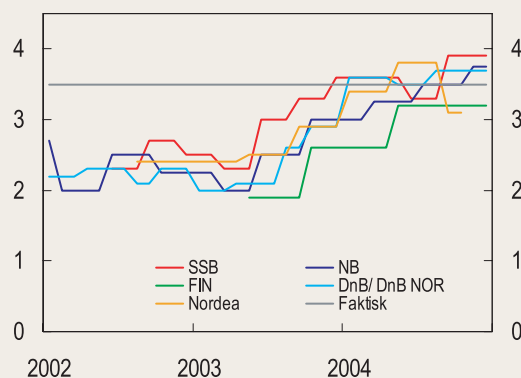
Figur 5 Utviklingen i anslag for produksjons- og inflasjonsgap i 2004¹⁾



¹⁾ Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge. Inflasjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk inflasjon og inflasjonsmålet

Kilde: Norges Bank

Figur 6 BNP Fastlands-Norge. Anslag for 2004 gitt på ulike tidspunkter. Prosent



Kilde: Norges Bank, Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet, DnB NOR og Nordea

vis oppjustert gjennom 2003 og i begynnelsen av 2004, noe som blant annet må sees i sammenheng med letelsene i pengepolitikken. Bakgrunnen for at Norges Bank likevel ikke har endret anslagene for produksjonsgapet i 2004, er at produksjonspotensialet i norsk økonomi trolig også økte noe mer enn normalt i 2004, samtidig som kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi var noe lavere i 2003 enn tidligere lagt til grunn. Nasjonalregnskapstall som kom i desember i fjor og i mars i år, har imidlertid gitt grunnlag for en nedjustering av anslaget for produksjonsgapet i 2004. Norsk økonomi anslås likevel fortsatt å ha nærmet seg normal kapasitetsutnyttelse mot slutten av 2004.

I 2004 ble prisveksten, målt ved KPI-JAE, vesentlig lavere enn Norges Bank anslo i 2002 og 2003. I inflasjonsrapportene som kom fra høsten 2002 til høsten 2003, ble veksten i KPI-JAE anslått om lag 1¾ prosentpoeng høyere enn den faktiske veksten i 2004 på 0,3 prosent. Fra Inflasjonsrapport 1/04 har prisveksten i 2004 utviklet seg godt i tråd med Norges Banks anslag.

Avviket mellom den faktiske og anslåtte utviklingen i produksjon og priser må blant annet vurderes i lys av utviklingen i de ulike forutsetningene som ligger til grunn for anslagene.

Normal kapasitetsutnyttelse mot slutten av 2004 i tråd med tidligere vurderinger

Kapasitetsutnyttelsen i 2003 lavere enn anslått, ...

Vår vurdering er nå at kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi var lavere i 2003 enn anslått i inflasjonsrapportene i 2003. Produksjonsgapet i 2003 anslås nå til -1¼ prosent, mens det i Inflasjonsrapport 1/03 ble anslått til null. Nedjusteringen skjedde som en følge av at utvik-

lingen i produksjonen og arbeidsmarkedet ble svakere enn ventet, samtidig som den innenlandske prisveksten ble lavere enn ventet. Nasjonalregnskapstall som kom i desember i fjor, viste også at veksten i norsk økonomi var lavere i årene 2002–2003 enn lagt til grunn gjennom 2004. Det var derfor trolig noe mer ledige ressurser i økonomien i 2003 og ved inngangen til 2004 enn det vi tidligere la til grunn.

...veksten i norsk økonomi i 2004 høyere enn anslått ...

Mer ekspansiv pengepolitikk ga høyere vekst i norsk økonomi

Presset i norsk økonomi avtok raskt mot slutten av 2002. Med avtakende vekst i økonomien og utsikter til lavere inflasjon i Norge ble renten satt ned. Norges Banks signalrente ble redusert fra 7 prosent i desember 2002 til 1,75 prosent i mars 2004, og kronekursen svekket seg gradvis gjennom 2003. I inflasjonsrapportene gjennom 2003 ble forutsetningene om pengepolitikken som lå til grunn for anslagene, gradvis justert i retning av en lavere rente og svakere kronekurs. Dette bidro til høyere anslått vekst – særlig i de mest rentefølsomme delene av økonomien.

Internasjonale forhold ...

Etter at internasjonal økonomi utviklet seg svakere enn ventet i 2002 og tidlig i 2003, ble den internasjonale oppgangen som fulgte, større og bredere basert enn både Norges Bank og andre hadde anslått. I fjor var veksten i verdensøkonomien den sterkeste på flere tiår. Både i USA og i euroområdet ble veksten understøttet av svært lave renter. En vesentlig del av oppgangen i verdensøkonomien skyldtes sterk vekst i Kina og dels India. Høy etterspørselsvekst fra Kina og India bidro til økte priser på olje og andre råvarer. Høyere råvarepriser,

sammen med svakere kronekurs og en lavere lønnsvekst, ga en markert bedring i lønnsomheten i norsk industri. Veksten i eksport av tradisjonelle varer ble langt sterkere enn tidligere lagt til grunn.

... og høyere oljeinvesteringer trakk også opp veksten

Tidlig i 2003 var det utsikter til at oljeinvesteringene ville nå en topp i 2003, og at investeringene ville flate ut på et nokså høyt nivå i 2004. Men etter hvert som høy etterspørselsvekst internasjonalt ga utsikter til en mer varig høy oljepris, ble anslagene for oljeinvesteringene justert opp. Økte oljeinvesteringer har bidratt til høyere import enn ventet, men har også gitt betydelige impulser til norsk produksjon. Dette understøttes av vårt regionale nettverk, som melder om flere positive ringvirkninger til øvrig industri i Norge fra veksten i oljeinvesteringene.

... og økt produksjonspotensial i 2004

I inflasjonsrapportene i 2004 la Norges Bank til grunn at produksjonspotensialet i 2004 økte noe mer enn normalt. Informasjon fra det regionale nettverket tyder på at økt konkurranse i mange næringer begrenset bedriftenes muligheter til å velte økte kostnader over i prisene. Mange bedrifter meldte at det ble gjennomført omfattende tiltak for å redusere kostnadene og effektivisere driften. Produksjonen kunne derfor øke nokså mye uten vesentlig vekst i sysselsettingen. I første del av 2004 indikerte foreløpige nasjonalregnskapstall en høy vekst i arbeidskraftproduktiviteten. Dette støttet opp om en anslått vekst i produksjonspotensialet utover det normale i de to første inflasjonsrapportene i 2004.

Siden har veksten i utførte timeverk økt, og arbeidsproduktiviteten ser ut til å ha utviklet seg mer normalt utover i 2004. Oppgangen i utførte timeverk må imidlertid sees i sammenheng med et kraftig fall i sykefraværet gjennom 2004. Fallet i sykefraværet økte bedriftenes tilgang på arbeidskraft og dempet behovet for nye ansettelser. En varig reduksjon i sykefraværet fører til en varig økning i tilgjengelige timeverk. Sammen med økt konkurranse og effektivisering i mange sektorer bidro dette trolig til at produksjonspotensialet økte noe mer enn normalt i 2004. Gjennom 2004 kunne derfor økonomien trolig vokse nokså mye uten at det oppsto begrensninger i form av tilgang på arbeidskraft eller produksjonskapital. Den høye veksten i 2004 innebærer likevel at kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi økte gjennom 2004.

Nasjonalregnskapstall som kom i desember i fjor og i mars i år, indikerte at veksten i norsk økonomi var noe lavere i årene 2002–2004 enn lagt til grunn i Inflasjonsrapport 3/04. Den gjennomsnittlige kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi i 2004 anslås derfor nå noe lavere enn tidligere. Beregningene tyder imidlertid på at produksjonsgapet var nær null mot slutten av 2004, i tråd med tidligere anslag.

Prisveksten i 2004 ble lavere enn anslått i 2003, men ingen store overraskelser gjennom 2004

Lavere prisvekst som følge av lavere lønnsvekst,...

Presset i norsk økonomi avtok raskere mot slutten av 2002 og gjennom 2003 enn vi anslo. Etter flere år med høy lønnsvekst var kostnadsnivået blitt høyt i mange bedrifter og i offentlige virksomheter. I offentlig sektor var det ikke budsjettmessig dekning for å opprettholde sysselsettingen etter høye lønnstillegg. Den nominelle utgiftsveksten i offentlig sektor økte i forhold til den nominelle veksten i BNP. I industrien økte arbeidsledigheten som følge av at konkurranseevnen ble svekket i forkant. Virkningene av den høye lønnsveksten i perioden 1998–2002 ble trolig undervurdert i anslagene. Ledigheten økte raskere og sysselsettingen falt mer enn ventet. Dette bidro sammen med svakere utvikling i internasjonal og norsk økonomi gjennom 2003 til at lønnsveksten i 2003 og 2004 ble lavere enn ventet.

... strukturelle endringer i enkelte næringer...

Normalt innebærer en nedgangskonjunktur at priser og marginer kommer under press som følge av lavere etterspørsel. Det var derfor ventet at bedriftene ville utsettes for økt konkurranstrykk etter hvert som etterspørselen i norsk økonomi avtok i 2002 og 2003, og at dette ville bidra til en viss nedgang i prisveksten.

Virkningen av økt konkurranse på prisveksten mot slutten av 2003 og inn i 2004 ble imidlertid langt større enn det var grunnlag for å vente på forhånd. Dette hadde sammenheng med strukturelle endringer og nyetableringer i enkelte næringer. Nye aktører etablerte seg for eksempel i flybransjen og i dagligvarehandelen. Det utløste kraftige priskutt mot slutten av 2003 og vinteren 2004. Prisene på tjenester med andre viktige priskomponenter enn lønn, falt markert, se figur 2. Konsumprisveksten ble svært lav ved inngangen til 2004.

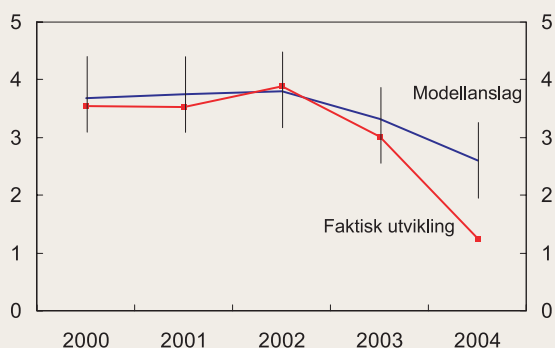
Normalt har prisveksten på norskproduserte varer og tjenester fulgt utviklingen i lønnskostnader og produktivitet. I vedlegg 2 til denne artikkelen illustreres denne sammenhengen ved en enkel økonometrisk modell. Modellen forklarer prisveksten på norskproduserte varer og tjenester godt de siste årene, men i 2004 ble prisveksten vesentlig lavere enn det som utviklingen i lønnskostnader og produktivitet normalt skulle tilsi, se figur 7.

I Inflasjonsrapport 1/04 ble anslagene basert på at økt konkurranse ville holde prisveksten på norskproduserte varer og tjenester lav gjennom 2004. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester utviklet seg godt i tråd med anslagene gjennom 2004, se figur 8.

... og endringer i handelsmønster og økt konkurranse for varer som handles internasjonalt

Stadig større deler av konsumvarene som importeres til Norge, kommer fra Kina og andre land med lavt kost-

Figur 7 Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester. Faktisk utvikling og modellanslag¹⁾



¹⁾ Modellanslagene baserer seg på en enkel ligning som er nærmere omtalt i vedlegg 2 til denne artikkelen. Anslagene er dynamiske og basert på faktisk lønns- og produktivitetsutvikling. De vertikale søylene illustrerer usikkerheten rundt anslagene

nadssnivå. Samtidig har Kinas økende betydning i verdenshandelen medført sterkere internasjonal konkurranse i en del næringer og lavere priser på en del varer. Et annet viktig utviklingstrekk i internasjonal økonomi har vært at høy produktivitetsvekst i produksjonen av visse typer varer, spesielt lyd- og bildeutstyr har gitt vedvarende fallende priser. I anslagene for prisutviklingen på importerte konsumvarer som ble gitt i inflasjonsrapportene i 2002 og 2003, ble det ikke tatt tilstrekkelig hensyn til at disse strukturelle endringene ga lavere prisimpulser til norsk økonomi. Prisveksten på importerte konsumvarer ble derfor anslått for høyt.

Fram til 2004 brukte Norges Bank produsentprisene hos våre handelspartnere som indikator for internasjonale prisimpulser til norsk økonomi. I Inflasjonsrapport 1/04 introduserte Norges Bank en ny indikator for internasjonale prisimpulser⁵, som et bedre og bredere mål på disse prisene enn produsentprisene hos våre handelspartnere. Denne indikatoren måler prisutvikling på konsumvarene som Norge importerer, mer direkte. Indikatoren fanger opp effekter av at handelen vris til Kina og andre land med lavt prisnivå, og at produktivitetsveksten er særlig høy i produksjonen av lyd- og bildeutstyr. I 2003 og 2004 falt de internasjonale prisimpulsene, målt på denne måten, med henholdsvis 1 3/4 og 1 prosent.

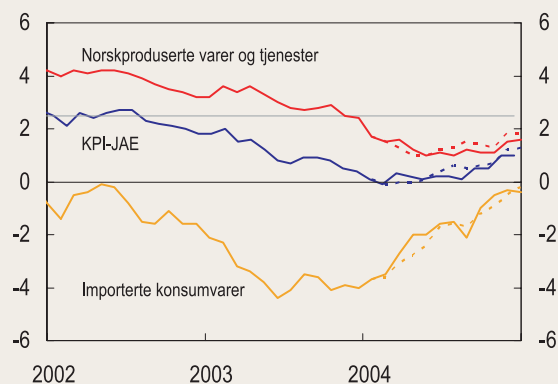
Virkningene av endringer kronekurs kom senere enn tidligere lagt til grunn

Den nye indikatoren viste at prisimpulsene fra internasjonal økonomi til norske konsumpriser gjennom hele 1990-tallet hadde vært lavere enn tidligere lagt til grunn. Når en tok hensyn til dette, indikerte nye økonometriske undersøkelser at kronekursen har en noe svakere effekt på prisene, og at utviklingen i kronekursen påvirker konsumprisene med et større tidsetterslep enn tidligere antatt.⁶

⁵ Se Røstøen (2004)

⁶ Se Utdypning i Inflasjonsrapport 1/04: «Gjennomslaget fra kronekursen til prisene på importerte konsumvarer»

Figur 8 KPI-JAE. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Historisk utvikling og anslag i Inflasjonsrapport 1/04. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2001 – desember 2004



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tidlig i 2004 ble anslaget for prisveksten på importerte konsumvarer i 2004 justert ned vesentlig i forhold til tidligere anslag. Den ventede oppgangen i prisene på importerte konsumvarer som følge av svekkelsen av kronekursen i 2003, ble antatt å komme senere. Anslagene for prisveksten på importerte konsumvarer i 2004 har gjennomgående truffet den faktiske utviklingen godt, se figur 8. Det har likevel vært nokså store avvik i enkeltmåneder. En vesentlig årsak til disse avvikene er store sesongmessige variasjoner i prisene på klær og sko. Prisene på klær og skotøy har også hatt en sterkt fallende trend det er vanskelig fullt ut å forklare, og som kan ha sammenheng med problemer med å måle prisutviklingen.

Andre forhold

I 2004 var veksten i husleiene vesentlig lavere enn det som har vært vanlig tidligere år. Rentenedsettelsene gjennom 2003 bidro til lavere vekst i husleie, og bidro trolig til å trekke ned den samlede konsumprisveksten med om lag 1/4 prosentpoeng i 2004. Lavere barnehagesatser som følge av innføring av maksimalsatser trakk også prisveksten ned i 2004. Dette er forhold Norges Bank har sett bort fra i anslagene.

Oppsummering:

Fra begynnelsen av 2004 har det vært gjort mindre endringer i anslagene. Anslagene for prisveksten fra Inflasjonsrapport 1/2004 ser ut til å ha truffet den faktiske utviklingen i 2004 godt. Årsakene til at disse anslagene har vært nokså godt i samsvar med den faktiske utviklingen, kan være forbedrede anslag på de internasjonale prisimpulsene til Norge, og at gjennomslaget fra kronekursen til importerte konsumvarer har vært i tråd med våre beregninger. Det ser også ut til å ha vært en riktig vurdering at økt konkurranse ville bidra til å holde prisveksten på norskproduserte varer og tjenester lav

gjennom 2004. Norsk økonomi ble heller ikke utsatt for nye uventede forstyrrelser i 2004.

De viktigste årsakene til at inflasjonen i 2004 ble vesentlig lavere enn ventet ved utgangen av 2003 var:

- Konkurransen økte innen flere næringer. Sterkere konkurranse i varehandel, flytransport og annen tjenesteyting ga betydelig prisfall på enkelte varer og tjenester i de berørte næringene.
- Gjennomslaget fra valutakursen kom senere enn ventet. Svekkelsen av kronen gjennom 2003 trakk prisveksten i 2004 mindre opp enn ventet.
- De internasjonale prisimpulsene ble lavere enn ventet. Det hadde særlig sammenheng med handelsvridninger, lav internasjonal prisvekst og høy produktivitetsvekst samt sterk konkurranse på enkelte internasjonalt handlede konsumvarer.
- Lønnsveksten ble lavere enn anslått. Den lave lønnsveksten kan ha sammenheng med at inflasjonen ble svært lav ved inngangen til året.

Tabell 2 dekomponerer avviket mellom faktisk prisvekst for 2004 og anslag fra henholdsvis den siste inflasjonsrapporten i 2003 og den første rapporten i 2004. Tilsvarende dekomponering for de to første rapportene i 2003 ville ikke gitt et vesentlig annet bilde.

Norges Banks analyseapparat gir ikke grunnlag for presist å beregne virkningene på prisveksten av økt konkurranse og strukturelle endringer i enkelte bransjer. Virkningen er anslått ved å sammenligne faktisk prisutvikling på noen varer og tjenester som kan være påvirket av disse forholdene, med en anslått «normal» prisvekst på 2½ prosent på disse varene og tjenestene. Differansen er antatt å være effekten på prisene av endringer i konkurransen.

Tabell 2. Dekomponering av avviket mellom faktisk prisvekst og anslått prisvekst i 2004 gitt i Inflasjonsrapportene 3/03 og Inflasjonsrapport 1/04

	IR 3/03	IR 1/04
Avvik mellom faktisk og anslått vekst i KPI-JAE. Prosentpoeng	-1¾	-¼
<i>Dekomponering av avvik</i>		
Bidrag fra valutakurs	-¼	0
Internasjonale prisimpulser	-(¼-0)	0
Lavere lønnsvekst	-¼	0
Sterkere konkurranse	-¾	0
Uforklart /andre forhold ¹	-(½-¼)	-(½-¼)

¹ Andre forhold som kan forklare avviket, er innføring av maksimalpris på barnehager og direkte virkninger av rentenedsettelse til lavere husleier. Disse forholdene kan anslagsvis forklare 0,3-0,4 prosentpoeng av avviket mellom faktisk og anslått prisvekst. Dette er midlertidige forstyrrelser som Norges Bank ikke tar hensyn til i rentesettingen.

4. Burde Norges Bank ha forutsett at prisveksten ble så lav i 2004 allerede i 2002 og 2003?

Konsumprisveksten i 2004 ble vesentlig lavere enn anslagene som ble gitt i inflasjonsrapportene i 2002 og 2003. Innledningsvis ble årsaker til at prognoser ikke treffer den faktiske utviklingen, delt inn i fire: tilfeldige forstyrrelser, beskrivelse av nåsituasjonen, forutsetninger samt strukturelle endringer og forståelse av økonomiens virkemåte.

Dekomponeringen i tabell 2 indikerer at prognosefeilen for prisstigningen for 2004 i Inflasjonsrapport 3/03 i hovedsak kan tilskrives strukturelle endringer, som økt konkurranse i Norge og endringer i handelsmønsteret. Disse forholdene kan direkte forklare om lag 1 prosentpoeng av avvik mellom prognosen og den faktiske utviklingen. Den lavere prisstigningen dette førte til, bidro trolig også til lavere lønnsvekst og dermed til et ytterligere fall i prisstigningen. Denne type strukturelle endringer er vanskelige å forutse før de faktisk inntreffer. Med basis i tradisjonelle makroøkonomiske modeller er det også svært vanskelig å anslå hvordan de vil påvirke utviklingen fremover.

Et alternativt mål på betydningen av strukturelle endringene og økt konkurranse for prisveksten i 2004 er fremskrivningsfeilen til likningen for prisveksten på norskproduserte varer og tjenester omtalt i avsnitt 3. Den faktiske prisveksten på norskproduserte varer og tjenester var 1,4 prosentpoeng lavere enn anslaget fra denne likningen, gitt faktisk lønns- og produktivitetsutvikling i 2004. Dette gir støtte til en antagelse om at avviket mellom faktisk prisvekst og anslått prisvekst i stor grad reflekterer forhold som det ikke var mulig å ta hensyn til med utgangspunkt i vanlige makroøkonomiske modeller.

Hovedformålet med anslagene i inflasjonsrapportene er å gi et godt beslutningsgrunnlag i rentesettingen. Omtalen av ulike risikomomenter som kan føre til at utviklingen blir annerledes enn anslått, er også en del av dette beslutningsmaterialet. I vurderingen av anslagene må en derfor også stille spørsmål om relevante momenter ble trukket fram i risikobildet, og dermed også vurdert i rentesettingen.

I Inflasjonsrapport 2/03 (s. 35) ble økt konkurranse fremhevet som en faktor som potensielt kunne bidra til lavere prisvekst fremover:

«Stadig forbedring av rammebetingelsene for handel over landegrenser bidrar også til å dempe prisveksten på konkurranseutsatte varer og tjenester. En annen effekt av prisgapet er at flere utenlandske aktører med lavere driftskostnader har sett lønnsomhetspotensial i Norge. For eksempel har internasjonale lavprisselskaper innenfor luftfart og dagligvarehandel etablert seg i Norge. Over tid vil fri konkurranse bidra til at prisene nærmer seg hverandre.»

Også lavere prisimpulser til norsk økonomi som følge av strukturelle endringer i internasjonal handel ble vurdert som et risikomoment tidlig i 2003 (Inflasjonsrapport 1/03, s. 28):

«Produsentprisene hos våre 25 største handelspartnere ventes å stige med rundt ½ prosent årlig fremover. Prisveksten norske importører står overfor, kan imidlertid bli lavere enn dette. De siste årene er prisveksten på de konsumvarene vi importerer, blitt redusert gjennom vridning av handel fra vestlige land med høye prisnivåer til lavkostland. Det har skjedd parallelt med at rammebetingelsene for import fra lavkostland er blitt vesentlig bedret.»

Norges Bank tok imidlertid ikke hensyn til dette inn i prisanslagene, blant annet fordi det da var vanskelig å finne klare indikasjoner på at prisutviklingen fremover ville bli påvirket av slike forhold. Å anslå virkningen på konsumprisveksten av strukturelle endringer i internasjonal handel er komplisert. Norges Bank var, sammenlignet med andre institusjoner som lager økonomiske prognoser, tidlig ute med å utvikle en indikator for internasjonale prisimpulser som tok hensyn til slike forhold.

Kronekursen var en del svakere ved inngangen til 2004 enn det som fulgte av terminvalutakursen i Inflasjonsrapport 3/03, men etter hvert styrket kursen seg noe mer, slik at kronekursen ikke har vært vesentlig annerledes enn forutsetningen. Avviket som knyttes til valutakursen i tabell 2, skyldes derfor at gjennomslaget fra valutakursen til prisene ble anslått for høyt og antatt å komme for raskt. Dette avviket må derfor knyttes mer til en endring i forståelsen av økonomiens virkemåte enn at prognosene bygde på forutsetninger som ikke traff den faktiske utviklingen.

At lønnsveksten i 2003 og 2004 ble lavere enn anslått, kan delvis tilskrives at den økonomiske utviklingen i

2003 var svakere enn antatt i analysene av nåsituasjonen i inflasjonsrapportene i 2003. Det må imidlertid også sees i sammenheng med at strukturelle endringer og tilfeldige forstyrrelser gjorde at prisveksten ble vesentlig lavere enn anslått.

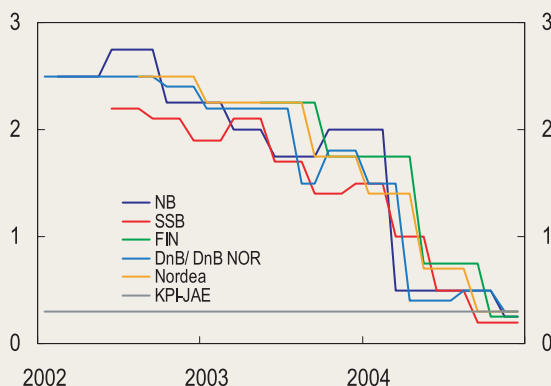
En sammenlikning med andre institusjoners anslag

Et kriterium for å vurdere om Norges Banks anslag har vært gode, er å sammenlikne med andre institusjoners prognoser. Figur 9 viser anslagene til Norges Bank og noen andre institusjoner for veksten i KPI-JAE i 2004 gitt på ulike tidspunkter. Gjennom 2003 forutså ingen av disse at prisveksten ville bli så lav som 0,3 prosent i 2004. Alle anslo en vesentlig høyere inflasjon. Norges Bank var imidlertid tidlig ute med å nedjustere anslaget vesentlig etter at prisveksten falt i januar 2004. Anslagene for prisveksten i 2004 som ble gitt i inflasjonsrapportene i 2004, har truffet den faktiske prisutviklingen godt.

Sammenlikning av Norges Banks anslag med «naive» prognoser

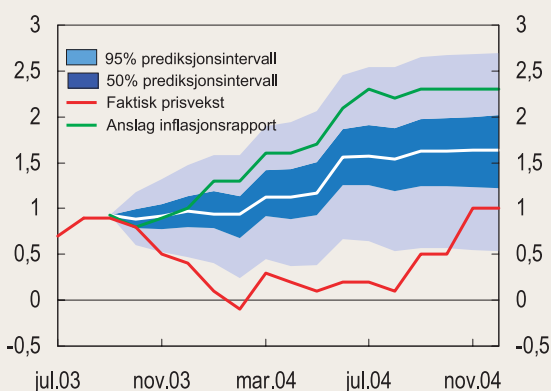
I arbeidet med å lage anslag for prisveksten vurderes også resultater fra «naive» fremskrivningsmetoder. Prediksjoner fra en enkel statistisk tidsseriemodell som fanger opp trendveksten og sesongsvingninger i KPI-JAE har vist seg ofte å treffe den faktiske prisutviklingen nokså godt på kort sikt. Modellen inneholder imidlertid ikke informasjon om drivkreftene bak inflasjonsutviklingen. Dette gjør at denne type modeller av og til kan bomme nokså mye på kort sikt, og normalt vil den ikke treffe utviklingen godt på lengre sikt. Det er også mulig å beregne konfidensintervaller rundt fremskrivningene. Disse antyder usikkerheten rundt fremskrivningene ut fra den historiske variasjonen i tidsserien.

Figur 9 KPI-JAE. Anslag for 2004 gitt på ulike tidspunkter. Prosent



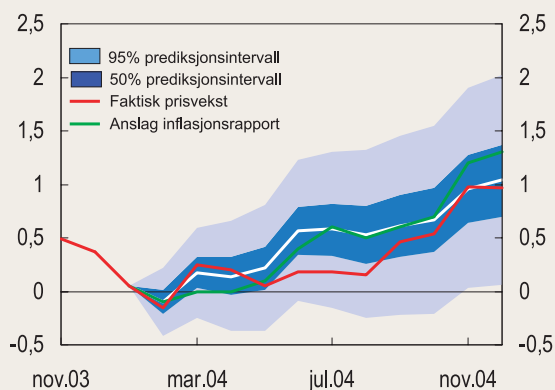
Kilde: Norges Bank, Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet, DnB NOR og Nordea

Figur 10 KPI-JAE. Anslag IR/03, X12 anslag og faktisk prisvekst. Tolv måneders vekst. Prosent.



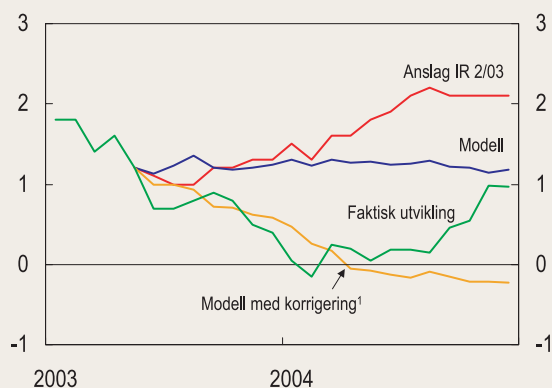
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 11 KPI-JAE. Anslag IR1/04, X12 anslag og faktisk prisvekst. Tolv månedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

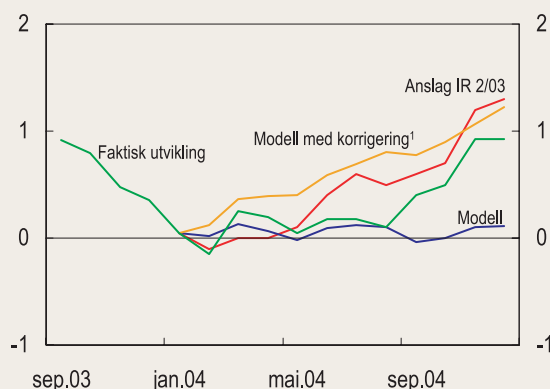
Figur 12 KPI-JAE. IR 2/03. Anslag og faktisk prisvekst. Tolv månedersvekst. Prosent.



¹ Modellen overstyrt med en regel hvor fremskrivningen nedjusteres med halvparten av fremskrivningsfeilen for perioden før.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 13 KPI-JAE. IR 1/04. Anslag og faktisk prisvekst. Tolv månedersvekst. Prosent.



¹ Modellen er overstyrt med en regel om at inflasjonen vender tilbake til et historisk gjennomsnitt

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 10 viser prediksjoner for veksten i KPI-JAE fra en ARIMA-modell for perioden oktober 2003 til desember 2004, sammen med anslagene fra Inflasjonsrapport 3/03 og den faktiske prisutviklingen. Prediksjonene basert på ARIMA-modellen ligger nærmere den faktiske prisutviklingen enn Norges Banks anslag, men også ARIMA-modellen viser klart høyere prisvekst enn den faktiske utviklingen. Prisveksten beveger seg utenfor 95 prosent konfidensintervallet rundt prediksjonene allerede fra november 2003, og blir liggende utenfor dette intervallet fram til november året etter.

I figur 11 sammenliknes Norges Banks anslag for KPI-JAE i perioden februar til desember 2004 i Inflasjonsrapport 1/04 og ARIMA-prediksjoner for tilsvarende periode. I denne perioden var det bare mindre forskjeller mellom våre anslag og ARIMA-prediksjonene.

Fremskrivninger fra en annen økonometrisk modell, med tidligere utvikling i KPI-JAE som eneste forklaringsvariabel for KPI-JAE, bommet også mindre enn våre anslag for 2004 som ble gitt i Inflasjonsrapportene i 2003. I figur 12 sammenliknes anslagene fra Inflasjonsrapport 2/03 med fremskrivninger fra denne modellen. Dersom man i tillegg hadde lagt til grunn i modellen at halvparten av fremskrivningsfeilen for perioden før representerte nyheter om prisveksten fremover, og nedjusterte fremskrivningen tilsvarende, ville anslagene ha truffet enda bedre i den første fasen. Det var altså allerede tidlig i 2003 mulig å lage prognoser som, vurdert i ettertid, ville ha truffet den faktiske prisveksten godt gjennom 2003 og første del av 2004. Disse fremskrivningene hviler imidlertid på forutsetningen om at faktorene som forklarer tidligere overprediksjoner av prisveksten, vil virke på samme måte fremover. Dette er en vurdering som er betydelig lettere å gjøre i ettertid enn på tidspunktet prognosene lages.

Selv om denne «regelen» for behandling av tidligere prognosefeil kan bidra til at fremskrivninger treffer godt i enkelte perioder, kan en slik metode komme galt ut i andre perioder. Dersom samme metode var blitt brukt for fremskrivningene tidlig i 2004, hadde disse gitt at prisveksten ville ligge rundt null gjennom 2004, se figur 13. Hvis en innenfor den samme enkle modellen innfører en regel om at inflasjonen etter hvert vil vende tilbake til et historisk gjennomsnitt, ville fremskrivningene ha truffet prisutviklingen gjennom 2004 nokså godt. Tidspunktet for når en skal gå over fra en «overstyringsregel» til en annen i en slik enkel modell forutsetter kunnskap om utviklingen i drivkreftene som påvirker inflasjonen.

Hvor godt treffer prisanslagene til andre sentralbanker med inflasjonsmål?

Tabell 3 viser avvikene mellom faktisk prisvekst og anslag for seks sentralbanker som har inflasjonsmål. Prognosene er hentet fra de siste inflasjonsrapportene i

Tabell 3. Avvik mellom faktisk og anslått prisvekst for et utvalg sentralbanker med inflasjonsmål

	Gjennomsnittlig avvik fra anslag fram til 2003 ¹		Avvik fra anslag for 2004	
	Anslag ett år fram	Anslag to år fram	Ett år fram	To år fram ¹
Australia	1,2	1,0	0,2	0,2
Euroområdet	0,3	0,5	0,4	0,6
New Zealand	0,7	1,0	0,5	0,4
Storbritannia	0,2	0,4	0,4	0,2
Sverige	0,7	0,8	0,6	1,7
Norge	0,5	0,8	1,7	1,9

¹⁾ Gjennomsnittet er beregnet for perioden 1998 – 2003. For euroområdet og Norge er perioden 2001-2003

Kilder: Inflasjonsrapportene til; Reserve Bank of Australia, Norges Bank, Sveriges Riksbank, Reserve Bank of New Zealand, Bank of England, The European Central Bank.

hver årgang. Tallene for gjennomsnittlig avvik mellom anslått og faktisk prisvekst fra årene før 2004 indikerer at Norges Bank har truffet like godt som andre sentralbanker med inflasjonsmål. Avviket mellom prisveksten i 2004 og anslagene som ble gitt i Norges Banks Inflasjonsrapport 3/03, er imidlertid langt større enn avvikene de andre sentralbankene hadde. Dette må blant annet ses i sammenheng med at det mot slutten av 2003 og tidlig i 2004 kom store og uventede prisfall på enkelte varer og tjenester, jf. omtale foran.

5. Avslutning

Et viktig formål med etterprøving av anslagene er å bedre forståelsen av sammenhengene i økonomien og hvordan priser dannes, slik at Norges Bank kan forbedre prognosearbeidet.

Tidlig i 2004 ble det innført en ny indikator for internasjonale prisimpulser. Samtidig ble gjennomslaget fra valutakursen til prisene på importerte konsumvarer revurdert noe. Det ble lagt til grunn at gjennomslaget fra endringer i valutakursen til prisene på importerte konsumvarer var noe mindre, og ville komme med et større tidsetterslep enn tidligere antatt. Beregninger av kursgjennomslaget er usikre, og sammenhengene kan endres over tid. Erfaringene fra 2004 tilsier imidlertid at det var riktig å foreta disse endringene. Gjennomgående har anslagene for prisene på importerte konsumvarer som er gitt i 2004, truffet den faktiske utviklingen nokså godt.

Svak økonomisk vekst og nedgang i etterspørselen i 2003 samt strukturelle endringer i enkelte markeder, bidro til å forsterke konkurransen i mange næringer. Effekten av endringer i konkurranseforholdene på prisene kan være betydelige, men er vanskelige å kvantifisere. Vi benytter aktivt vårt regionale nettverk til å forsøke å fange opp endringer i konkurransetrykket og hvilke effekter det eventuelt kan få på priser i de ulike næringene.

Norges Bank arbeider kontinuerlig med å bedre grunnlaget for anslagene, og ressursinnsatsen for å analysere og forstå utviklingen i norsk økonomi er økt.

Referanser:

- de Brouwer, Gordon & Ericsson, Neil R, (1998): «Modeling Inflation in Australia», *Journal of Business & Economic Statistics*, American Statistical Association, 16(4), side 433–449
- Kolsrud, D. & R. Nymoen (1998): «Unemployment and the Open Economy Wage-Price Spiral», *Journal of Economic Studies*, 25, 450–467
- Røstøen, Johan Øverseth (2004): «Internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer», *Penger og Kreditt* 2/2004, side 84–90

Nærmere om endringer i anslagene

Inflasjonsrapport 1/03

Utover vinteren 2002 og tidlig i 2003 ble utviklingen internasjonalt svakere enn lagt til grunn i siste inflasjonsrapport i 2002. Veksten var svak, og utviklingen viste seg sårbar for nye sjokk. Situasjonen i Irak var uavklart, og bidro til usikkerhet. Både aksjekurser og renteforventninger falt ytterligere. Anslagene for veksten hos våre handelspartnere i 2003 ble justert ned med $\frac{3}{4}$ prosentpoeng i forhold til inflasjonsrapporten som kom høsten før. Til tross for at utviklingen hadde vært til dels vesentlig svakere enn tidligere lagt til grunn, ble anslaget for veksten hos våre handelspartnere i 2004 justert ned nokså lite. Dette skyldes særlig sterkere stimulanser fra pengepolitikken. Flere sentralbanker reduserte signalrentene kraftig.

I norsk økonomi utviklet arbeidsmarkedet seg svakere i månedene rundt årsskifte 2002/2003 enn lagt til grunn i Inflasjonsrapport 3/02. Sysselsettingen falt mer enn ventet og ledigheten steg. Sammen med en svakere utvikling internasjonalt, en fortsatt sterk krone og et svakere arbeidsmarked her hjemme ble anslaget for veksten i norsk økonomi i 2003 justert ned til $1\frac{1}{4}$ prosent. Dette var $\frac{1}{2}$ prosentpoeng lavere enn anslått høsten 2002. Den svakere utviklingen bidro til at anslagene for veksten i 2004 også ble justert ned med en $\frac{1}{4}$ prosentpoeng. Dette til tross for at renten var satt ned med $1\frac{1}{2}$ prosentpoeng siden forrige inflasjonsrapport. Produksjonsgapet ble anslått til 0 i 2003, og $-\frac{1}{4}$ prosent i 2004.

Som ventet avtok veksten i KPI-JAE fram til januar 2003. Kronekursen var fortsatt på et sterkt nivå, og det var ventet at effektene av den sterke kursen ville bringe prisveksten videre ned i 2003. På grunn av svakere utvikling i arbeidsmarkedet, og utsikter til lavere vekst ble anslagene for lønnsveksten i 2003 og 2004 justert ned. Veksten i KPI-JAE ble anslått til $1\frac{3}{4}$ prosent i 2003 og 2 prosent i 2004, $\frac{1}{4}$ prosentpoeng lavere enn i anslått i inflasjonsrapporten som kom høsten 2002.

Inflasjonsrapport 2/03

Internasjonal økonomi fortsatte å utvikle seg overraskende svakt. Rentene ble satt ned i euroområdet, Danmark og Sverige. Det var forventninger om ytterligere rentekutt i flere land. Anslagene for veksten hos Norges handelspartnere i 2003 ble justert ned ytterligere med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng.

I norsk økonomi så investeringene i Fastlands-Norge og eksporten ut til å falle mer enn tidligere lagt til grunn. Samtidig ble anslagene for konsum-

veksten i husholdningene justert opp som følge av lavere renter. Likevel ble anslagene for BNP-veksten i Fastlands-Norge i 2003 nedjustert med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng. Nye reviderte nasjonalregnskapstall viste en sterkere vekst enn tidligere i norsk økonomi i årene 2000–2001. Som følge av dette ble produksjonsgapet anslått å være noe mer positivt i 2002, men med en svakere vekst i 2003 ble produksjonsgapet fortsatt anslått til 0 i 2003.

Arbeidsmarkedet fortsatte å utvikle seg svakere enn tidligere antatt. Anslagene for registrerte ledige i 2003 ble justert opp med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng, og fallet i sysselsettingen ble anslått å bli større. Resultatene fra lønnsforhandlingene på våren 2003 pekte i retning av at årslønnsveksten ville ta seg ned fra $5\frac{3}{4}$ i 2002 til $4\frac{1}{2}$ i 2003. Dette var $\frac{1}{2}$ prosentpoeng lavere enn anslått i inflasjonsrapporten som kom før.

I perioden februar til mai 2003 falt veksten i KPI-JAE med $\frac{1}{2}$ prosentpoeng mer enn ventet i Inflasjonsrapport 1/03. Det var særlig prisene på importerte konsumvarer som falt mer enn lagt til grunn. Kronekursen hadde svekket seg med om lag 5,5 prosent siden forrige inflasjonsrapport. Isolert sett trakk dette opp anslagene for prisveksten mot slutten av 2003 og i 2004. Samtidig hadde lønnsveksten kommet raskere ned enn tidligere anslått. Dette bidro til lavere anslag på prisvekst på norskproduserte varer og tjenester.

Inflasjonsrapport 3/03

Anslagene for veksten hos våre handelspartnere ble ikke endret fra Inflasjonsrapport 2/03 til Inflasjonsrapport 3/03. Aktiviteten internasjonalt begynte å ta seg opp fra et lavt nivå, anført av høy vekst i USA og deler av Asia. Utviklingen i euroområdet var imidlertid svakere.

I Norge var renten satt ned med 1,5 prosentpoeng siden Inflasjonsrapporten 2/03 som kom i juni, og kronekursen hadde svekket seg 1,4 prosent. Med sterkere stimulanser fra pengepolitikken ble veksten i BNP i Fastlands-Norge anslått vesentlig høyere i 2004. Til grunn for oppjusteringen lå særlig en vesentlig økning i husholdningenes etterspørsel – anslaget for privat konsum ble anslått til 5 prosent i 2004. Anslaget for veksten i Fastlands-Norge i 2003 ble imidlertid justert ytterligere noe ned, og produksjonsgapet i 2003 ble anslått til $-\frac{1}{4}$ prosent.

I perioden juni til september 2003 falt veksten i KPI-JAE med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng mer enn ventet i Inflasjonsrapport 2/03. Det var særlig importerte konsumvarer som falt mer enn tidligere ventet, men

den sterke valutakursen bidro også til en nedgang i prisene på norskproduserte varer og tjenester, prisene på pakkereiser falt for eksempel markert. Veksten i KPI-JAE ble anslått til 2 prosent i 2004. Det var ventet at svekkelsen av kronen gjennom 2003 ville bringe prisveksten på importerte konsumvarer raskt opp.

Inflasjonsrapport 1/04

Anslagene for veksten hos Norges handelspartnere i 2004 ble økt fra 2¼ prosent i den siste inflasjonsrapporten i 2003 til 2½ Inflasjonsrapport 1/04. Konjunkturoppgangen internasjonalt ble tydeligere, og var fortsatt i første rekke konsentrert rundt USA, Asia og Øst-Europa.

I Norge var rentene satt ytterligere ned siden høsten 2003. Kronen hadde svekket seg ytterligere. Etterspørselen i norsk økonomi tok seg opp – særlig var oppgangen sterk i husholdningssektoren. Både konsumet og boliginvesteringer økte. Utsikter til økt vekst internasjonalt og en svakere krone la grunnlag for høyere vekst i eksportsektoren. BNP-veksten ble anslått ¼ prosentpoeng høyere enn i den foregående inflasjonsrapporten. Ut fra en samlet vurdering av utviklingen i produksjon, arbeidsmarkedet og den innenlandske prisveksten ble anslagene for produksjonsgapet i 2002 og 2003 justert noe ned. Mange bedrifter hadde rasjonalisert, og på kort sikt så det ut til at mange bedrifter kunne økte produksjonen uten tilsvarende vekst i sysselsettingen. Det ble derfor lagt til grunn at potensiell produksjon ville øke noe mer enn normalt i 2004. Produksjonsgapet i 2004 ble anslått til -¼ prosent.

Prisveksten tok imidlertid en annen retning enn ventet. I januar 2004 var veksten i KPI-JAE om lag 1¼ prosent lavere enn lagt til grunn i inflasjonsrapport som kom i oktober året før. Prisene på importerte konsumvarer tok seg ikke opp som ventet, og prisveksten på norskproduserte varer og tjenester falt raskt blant annet som følge av et markert fall i prisene på flyreiser og enkelte matvarer. I januar avtok også veksten i husleiene markert.

I Inflasjonsrapport 1/04 ble prisveksten anslått å holde seg svært lav fram til sommeren 2004, før den ville stige til om lag 1¼ prosent ved utgangen av året. De viktigste årsakene til nedjusteringen var at det ble anslått et fall i prisene på konsumvarene vi importerer, målt i utenlandsk valuta. Samtidig ble gjennomslaget fra endringer i valutakursen til konsumprisene antatt å være noe mindre og komme senere enn tidligere lagt til grunn. Dette innebar at den ventede oppgangen i prisene på importerte konsumvarer, som følge av svekkelsen av kronekursen gjennom 2003, ble skjøvet ut i tid. Videre ble det lagt

til grunn at en del av sjokkene som brakte prisveksten på norskproduserte varer og tjenester ned rundt årsskiftet 2003/ 2004 ville holde prisveksten nede gjennom året.

Inflasjonsrapport 2/04

Den internasjonale oppgangen fortsatte, og ble mer bredt anlagt enn tidligere. Veksten var noe sterkere enn lagt til grunn i Inflasjonsrapport 1/04. Sterkere vekst bidro til økte priser på olje og andre råvarer.

Anslaget for veksten i norsk økonomi ble oppjustert med ¼ prosentpoeng. Dette skyldtes at husholdningenes boliginvesteringer så ut til å øke noe mer enn tidligere antatt, samtidig som ny informasjon tilsa noe større stimulanser fra finanspolitikken enn tidligere lagt til grunn. Sterkere vekst internasjonalt trakk i retning av noe høyere eksportvekst.

Produksjonsgapet ble vurdert å være ¼ prosentpoeng lavere i 2003 enn anslått i Inflasjonsrapport 1/04. Nedjusteringen av produksjonsgapet i 2003 gjenspeilte at produktivitetsveksten var høy i andre halvdel av 2003. Det ble lagt til grunn at dette ikke bare reflekterte en normal konjunktorell økning i produktiviteten.

Prisveksten steg noe mer enn ventet i mars, men noe mindre enn ventet i april og mai.

Inflasjonsrapport 3/04

Etter inflasjonsrapport 2/04 ble publisert i juli, ble produksjonsutviklingen i norsk økonomi om lag som anslått, men veksten i sysselsettingen ble noe lavere. Prisveksten var lavere enn ventet gjennom sommeren, men tok seg opp i september. Tolv måneders-veksten i KPI-JAE var i september om lag som anslått i Inflasjonsrapport 2/04.

Anslaget på produksjonsgapet i 2003 ble ytterligere nedjustert med ¼ prosentpoeng. Noe svakere utvikling i sysselsettingen enn antatt, pekte i retning av at den ledige kapasiteten i bedriftene var noe større enn vi tidligere la til grunn. Den lave innenlandske prisveksten tilsier også at det har vært noe mer ledige ressurser i norsk økonomi enn det som ble antatt i inflasjonsrapporten før.

Samtidig ga høyere oljeinvesteringer og kraftigere vekst i boliginvesteringer grunnlag for å oppjustere BNP-veksten med ¼ prosent. Med nedjusteringen av anslaget for produksjonsgap i 2003, ble anslaget for 2004 opprettholdt.

Vedlegg 1

Oversikt over anslag fra 1994 til 2004

I tillegg til å studere anslagene for et enkelt år, er det viktig å se på om vi gjør systematiske feil over tid. I figur 14 til 16 sammenliknes de realiserte størrelsene for perioden 1994–2004 med anslagene fra henholdsvis Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank gitt ved utgangen av året før anslagsåret. Det har vært en tendens hos alle institusjonene at oppgangsperioden på 1990-tallet ble undervurdert. Veksten i BNP ble høyere enn ventet i alle årene fra 1994 til 2001. Lønnsveksten har nokså gjennomgående blitt undervurdert fram til de siste årene.

I tabell 4 gjengis gjennomsnittlig feil, gjennomsnittlig absoluttfeil (AAE⁷) og gjennomsnittlig relativ feilprosent (RRMSE⁸). Dette er mål som gir en pekepinn om hvor gode eller dårlige prognosene har vært over hele perioden. AAE er en indikasjon på hvor stor den faktiske prognosefeilen er i prosentpoeng i gjennomsnitt over årene, uten at prognosefeil med motsatt fortegn oppveier hverandre. RRMSE straffer store prognosefeil mer enn små prognosefeil, og gir uttrykk for feilens størrelse i forhold til den faktiske veksten. Det gir en mulighet til å sammenlikne størrelsen på prognosefeil over forskjellige variable.

Tabellen oppsummerer den informasjonen som ligger i figurene. Det er liten forskjell i anslagsfeil mellom de tre institusjonene.

Tabell 4. Gjennomsnittlig feil, gjennomsnittlig absoluttfeil (AAE) og gjennomsnittlig relativ feilprosent (RRMSE). Statistisk sentralbyrå (SSB), Finansdepartementet (FD) og Norges Bank (NB). 1994 til 2004.

	SSB	FD	NB
Vekst i BNP Fastlands-Norge			
Gj.snittlig feil	-1,25	-1,02	-1,02
AAE	1,43	1,38	1,33
RRMSE	0,49	0,62	0,62
Vekst i årslønn			
Gj.snittlig feil	-0,69	-0,99	-0,12
AAE	0,9	1,12	0,73
RRMSE	0,07	0,08	0,05
Vekst i konsumpriser			
Gj.snittlig feil	0,23	0,3	0,32
AAE	0,55	0,59	0,55
RRMSE	1,26	1,56	1,75

Kilde: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁷ AAE (Gjennomsnittlig absoluttfeil) er definert som $(1/N) \sum_{n=1}^N |y_n - \hat{y}_n|$ der y_n representerer den realiserte vekstraten og $\hat{y}_n$ er anslaget på vekstraten.

⁸ RRMSE (Gjennomsnittlig relativ feilprosent) er definert som

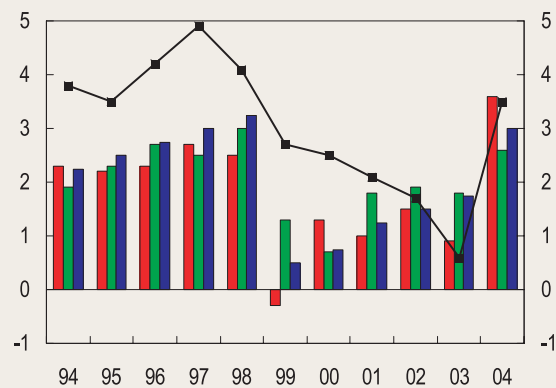
$$\sqrt{\frac{1}{N} \sum_{n=1}^N \left(\frac{y_n - \hat{y}_n}{y_n} \right)^2}$$

der y_n representerer den realiserte vekstraten og $\hat{y}_n$ er anslaget på vekstraten.

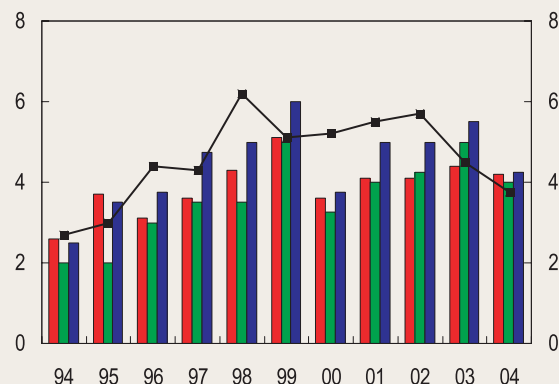
Figur 14-16 Anslag på vekst fra Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank, sammen med faktisk vekst. Prosent. 1994 til 2004

Statistisk sentralbyrå Finansdepartementet Norges Bank Faktisk vekst

Figur 14 BNP Fastlands-Norge

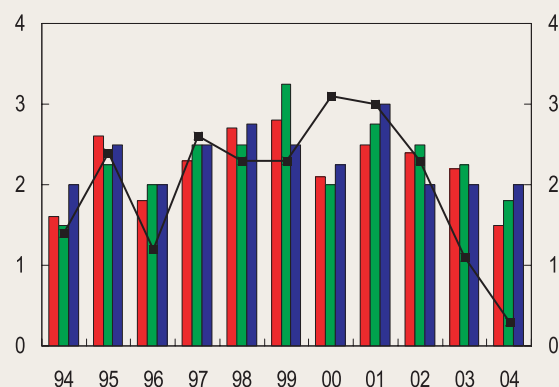


Figur 15 Årslønnsvekst¹⁾



¹⁾ Tallet for 2000 og 2001 inkluderer kostnader ved utvidet ferie

Figur 16 Konsumprisvekst¹⁾



¹⁾ Anslag på og faktisk utvikling i KPI til 2001. Anslag på og faktisk utvikling i KPI-JAE fra 2002

Vedlegg 2

En modell for prisveksten på norskproduserte varer og tjenester

Modellen som ligger til grunn for figur 7 i denne artikkelen, kan teoretisk tolkes i lys av inflasjonsmodeller med ufullstendig konkurranse à la de Brouwer & Ericsson (1998) og Kolsrud og Nymoen (1998). På lang sikt følger prisene på norskproduserte varer og tjenester, p_t^d , nivået på de samlede kostnadene per produsert enhet. I vår modell uttrykkes disse kostnadene gjennom $(w-z)_t$, hvor w_t og z_t representerer henholdsvis de samlede lønnskostnadene og produktivitetsnivået i periode t . På kort sikt bestemmes prisveksten av veksten i lønnskostnadene per produsert enhet og prisveksten i forrige periode. I tillegg vil eventuelle avvik fra den langsiktige likevekten mellom pris og enhetskostnad gradvis korrigeres ved hjelp av likevekt-sjusteringsleddet $(p^d - (w-z))_{t-1}$. Alle variablene er uttrykt som logaritmer, og Δ er en differensoperator. Modellen er gitt ved:

$$\Delta p_t^d = 0.20 + 0.53 \Delta p_{t-1}^d + 0.34 \Delta (w-z)_t - 0.04 (p^d - (w-z))_{t-1} + 1.18 d86$$

(0.07) (0.043) (0.059) (0.014) (0.504)

Det siste leddet i ligningen, $d86$, er en dummyvariabel som fanger opp effekter av devalueringen av kronen i 1986. Tall i parentes er standardavvik for koeffisientene. Alle koeffisientene er statistisk signifikante. Modellen har blitt testet for øvrige mulige forklaringsvariable, som produksjonsgap, valutakurs og utenlandske priser. Disse variablene er imidlertid ikke funnet statistisk signifikante. Det er likevel grunn til å tro at de har en viss (direkte) effekt på innenlandske priser. Modellen er estimert på årstall fra 1982 til 2003. Modellen forklarer prisveksten godt, men en må som vanlig ta forbehold når en tolker resultatene, særlig i lys av de få observasjonene som analysen omfatter.

Valutasikring i norske selskaper

Øystein G. Børsum og Bernt Arne Ødegaard¹

Siste års svingninger i verdens valutamarkeder har igjen vist at mange norske bedrifter er følsomme for endringer i valutakurs, både i positiv og negativ retning. Et naturlig spørsmål er hvordan bedrifter kan beskytte seg mot slike svingninger, og hva norske foretak faktisk gjør for å sikre seg. I denne artikkelen oppsummeres resultatene av en større spørreundersøkelse gjennomført av Norges Bank sommeren 2004. Undersøkelsen var fokusert på bruk av valutaderivater, men stilte også mer generelle spørsmål rundt sikring.

Artikkelen innleder med en kort gjennomgang av hva valutarisiko er, de aktuelle instrumentene for risikostyring, noen kommentarer til teorien rundt selskapers bruk av derivater og en oversikt over internasjonal empiri på området, før vi tar for oss de viktigste resultatene i den norske undersøkelsen.

1 Valutarisiko

Denne artikkelen tar for seg valutarisiko og valutaeksponering. Et selskap er utsatt for valutarisiko dersom dets verdi påvirkes av svingninger i en eller flere valutakurser. Denne påvirkningen kan være både direkte og indirekte. De opplagte kilder til direkte påvirkning er priser på import og eksport. En eksportør som priser i dollar, vil med en gang merke fallet i de norske inntektene når dollarkursen faller. En importør som kjøper i dollar, vil få reduserte innkjøpskostnader. Dette er eksempler på direkte påvirkning på bunnlinjen av fallet i dollar. Men det er ikke bare slike direkte effekter som er relevante. Vel så ofte er det mer indirekte kanaler for virkningene av endringer i valutakurs. Ta som eksempel en norsk produsent av komfyrer, hvis viktigste råvarer er norske, som bruker norsk arbeidskraft, og som selger all produksjonen i Norge. I utgangspunktet kan denne produsenten virke isolert fra effekter av endringer i valutakurs. Men hva om den viktigste konkurrenten er svensk, og den svenske kronen faller relativt til den norske? Svenske komfyrer blir billigere i Norge, og den norske produsenten får forverret sin konkurransesituasjon. Dette er et typisk eksempel på en indirekte påvirkning. Et annet eksempel er strømproduksjon. Norske vannkraftverk konkurrerer med oljefyrt kraftverk på kontinentet. Selv med en konstant oljepris, siden oljen noteres i dollar, vil den utenlandske kraften bli billigere dersom dollarkursen faller. Ut i fra slike betraktninger kan vi konkludere at med unntak av enkelte skjermede sektorer, vil de fleste selskap i Norge potensielt være følsomme for endringer i valutakurs.

For å måle i hvor stor grad et selskap er påvirket av valutarisiko har en innført begrepet eksponering. Et selskaps eksponering er hvor mye selskapets verdi endres som en følge av en endring i valutakurs.

Endring i selskapsverdi = Eksponering x Endring i valutakurs.

Siden selskapets verdi i prinsippet er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, kan en også operasjonalisere eksponering gjennom å se på endringer i kontantstrømmer.

Endring i kontantstrømmer = Eksponering x Endring i valutakurs.

Empirisk estimering av eksponering er vanskelig. To angrepsmåter er vanlige.² En metode består i å dele opp selskapets kontantstrøm i dets komponenter, finne hver komponents eksponering, og så aggregere dette til et uttrykk for selskapets eksponering. For gitte kvanta vil eksponering enkelt kunne anslås gjennom å multiplisere med endring i valutakurs. Uheldigvis er det vanlig at også kvanta endres som en følge av valutakursendring, for eksempel hvis konkurrentenes priser endres.

En annen metode er mer indirekte. En ser på selskapets børsverdi, og bruker historiske børskursdata sammen med historisk valutakursutvikling til å estimere i hvor stor grad børsverdier endres som følge av valutaendringer. Fordelen med denne metoden er at den stiller mye mindre krav til tilgjengelige data. Problemet er at det er knyttet mye større usikkerhet til denne metoden, siden den estimeres fra markedsdata som kan ha mange påvirkningsfaktorer i tillegg til valuta.

Man kan dele inn eksponering på forskjellige måter. For denne artikkelens formål nøyer vi oss med en grov gruppering av eksponering etter tidshorisont: kort eller lang sikt.³ Det er klart enklere å anslå eksponering på kort enn på lang sikt. Den kortsiktige risikoen er vanligvis lett å identifisere, den er knyttet til allerede igangsatte transaksjoner. For gitte priser og kvanta er ekspone-

¹ Børsum var da artikkelen ble skrevet, konsulent i Område for finansiell stabilitet i Norges Bank. Han er nå i Finansdepartementet. Ødegaard er førsteamanuensis ved Handelshøyskolen BI og har en deltidstilling i forskningsavdelingen i Norges Bank. Vi er takknemlige for kommentarer fra Sindre Weme og Gunnvald Grønvik.

² Estimering av foretaks eksponering er et standard problem i lærebøker i internasjonal finans, som Korsvold (2000), Sercu og Uppal (1995) og Stulz (2003)

³ En alternativ inndeling, som fokuserer mer på kilden til eksponering, er regnskapsmessig eksponering, transaksjonseksponering eller strategisk/langsiktig eksponering. Regnskapsmessig eksponering omfatter alle poster i resultatregnskapet eller på balansen som påvirkes av endringer i valutakursen. Transaksjonseksponering ser på inn- og utbetalinger, dvs. kontantstrømmer som påvirkes av valutakursen.

ring proporsjonal med endringen i valutakurs. På lengre sikt er det flere variable som kan endres, og som en har varierende grad av kontroll over. Pris og kvantum, både på innsatssiden og salgssiden, kan variere. Den langsiktige eksponeringen er derfor vanskeligst å estimere, men er trolig den viktigste. Denne typen langsiktig eksponering kalles ofte strategisk eksponering.

Et begrep som er viktig i en diskusjon av måling av eksponering, er såkalt «naturlig sikring». Dette brukes om situasjoner der inntekter og utgifter er i samme valuta. Et norsk shippingselskap som opererer i et internasjonalt marked, vil stort sett ha både inntekter og utgifter i dollar. Den eneste valutaeksponeringen i dette tilfellet er hvis overskuddet skal tas ut i norske kroner. Slike naturlige sikringer er viktige å ta hensyn til når en måler eksponering. Det er nettoen av inntekter og kostnader i samme valuta som er relevant for eksponeringen. Selskapet kan i en del tilfeller påvirke graden av naturlig sikring, for eksempel ved å kjøpe innsatsfaktorer i valuta i stedet for i norske kroner.

I tilfeller hvor en ikke har slik naturlig sikring, er det mulig å endre eksponeringen gjennom kjøp av finansielle derivater. Vi går kort gjennom de aktuelle instrumentene.

2 Instrumenter for valutarisiko-styring

Valutaderivatmarkedene har en lang historie, og er et av de mest aktive finansielle derivatmarkedene. I derivatmarkedene er de viktigste instrumentene for risikostyring terminkontrakter, byttekontrakter og opsjoner. En standard terminkontrakt, eller en forward, binder den fremtidige valutakursen til en gitt verdi, terminkursen. En forwardkontrakt inngås til å gjelde på en avtalt fremtidig dato og for et avtalt kvantum valuta. I gruppen terminkontrakter inngår også valutabyttehandler (valutaswapper). En byttekontrakt er nært beslektet med en forward. I begge tilfeller bindes fremtidige kontantstrømmer, men rent formelt «bytter» to parter kontantstrømmer i en byttekontrakt. Slektskapet med terminkontrakter ses enkelt ved å observere at en byttekontrakt er ekvivalent til en (nærmere spesifisert) portefølje av forwardkontrakter. Det mest avanserte risikostyringsinstrumentet er opsjonen. Opsjonen er også en kontrakt som garanterer en gitt valutakurs på et framtidig tidspunkt for en avtalt mengde valuta, men ved en opsjon har opsjonsinnehaveren et valg om opsjonen skal brukes eller ikke. Opsjoner er således asymmetriske instrumenter, de kan brukes til å sikre mot negative utfall, men gir samtidig anledning til å være med på positive utfall. Denne fleksibiliteten reflekteres i opsjonspremien.

Det er de tradisjonelle instrumentene som brukes mest, noe som den seneste undersøkelsen om derivatbruk fra Bank for International Settlements (BIS, 2004) viser. Tabell 1 oppsummerer tall for daglig omsetning i verdens valutamarkeder fordelt på type transaksjoner.

Tabell 1 Omsetning i valutamarkedene fordelt på type transaksjoner. Gjennomsnitt pr. dag. Milliarden USD

	Verden		Norge	
	April 1995	April 2004	April 1995	April 2004
Spot-transaksjoner	494	621	3,4	2,7
Valutaderivater				
- Valutaterminer	647	1173	4,2	11,7
- Opsjoner	41	117	46*	49*
- Annet	2	1		

*Tall i millioner USD.

Tabellen illustrerer omsetningen i verdens valutamarkeder. Tallene er gjennomsnitt av daglig omsetning i april måned i milliarder USD, og er hentet fra BIS-undersøkelsen "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004". Tallene for Norge er fra Norges Bank.

Som tabellen viser, er det valutaterminer som er det mest omsatte instrumentet. Under dette begrepet inngår det forskjellige typer kontrakter, ekte terminer og byttekontrakter. Internasjonalt ser vi en vesentlig økning i bruk av valutaopsjoner. Dette reflekteres ikke i tallene for Norge, men det kan skyldes tekniske forhold som at opsjonskontraktene inngås med motparter som ikke rapporterer til Norges Bank. I tillegg til disse instrumentene omsettes det kombinasjoner av derivater som går inn i gruppen «andre» i tabell 1.⁴

Felles for nesten alle finansielle valutakontrakter er at det ikke er kontrakter som handles på en børs. Det er bilaterale kontrakter mellom to motparter, hvor som oftest store banker er inne enten som meglere eller som en av partene i avtalen.

For denne artikkelens formål er vi ikke interessert i hvordan derivatinstrumentene prises, vi nøyer oss med å observere at så aktive markeder som verdens valutamarkeder vil være svært nær frikonkurranse, slik at prisen for en sikringstransaksjon vil være nær transaksjonens «fair value.»

3 Selskapers styring av valutarisiko

Vi vil nå se på selskapers muligheter og motiver for sikring av valutarisiko. Loderer and Pichler (2000) gir en nyttig inndeling i fire alternative strategier selskaper kan ha i forhold til valutarisiko.

- Unngå risiko. For eksempel ved å fakturere i hjemmevaluta, eller unngå handler som utsetter selskapet for valutarisiko. Det siste er vanskelig i en så åpen økonomi som den norske.
- Redusere risiko for tap. En norsk eksportør som eksporterer til EU kan for eksempel flytte produksjon inn i eurosone. Dette er ikke det samme som å unngå risiko, siden overskuddet er utsatt for risiko når det tilbakeføres til Norge.
- Flytte risiko til andre. Her kan en skille mellom tre strategier:
 - Sikre, for eksempel ved en forwardkontrakt.
 - Forsikre, for eksempel ved en valutaopsjon.

⁴ For flere detaljer om derivatmarkeder vises det til *Norges Banks skriftserie* nr 24: Norske finansmarkeder - pengepolitikk og finansiell stabilitet. Undersøkelsen av valuta- og derivatmarkedene er oppsummert av Wettre og Borgersen (2005).

- Diversifisere, ved å spre valutarisikoen på flere valutaer.
- Velge å ta risiko. Det er en rasjonell beslutning å velge å ta risiko så lenge en har vurdert risikoen som akseptabel.

Denne listen sier hvilke muligheter det er for å endre på den risiko som et selskap er utsatt for, men det sier ikke noe om mulige motiver for selskapet når det foretar et slikt valg. Svært mange vil forstå begrepet sikring som ensbetydende med fjerning av all risiko eller usikkerhet. Dette er ikke riktig. En viktig lærdom fra finanst teori er at for å få en avkastning som overstiger risikofri rente, må en ta risiko. Sikring er dermed et spørsmål om å velge hvilken risiko en er villig til å ta.

La oss starte fra et teoretisk ståsted, og se på motiver for selskapers risikostyring generelt. Det kan kanskje virke overraskende, men i utgangspunktet sier finanst teoretikere at et selskaps risikostyring ikke har noen virkning på selskapets verdi. Ett argument for dette er at selskapets eiere ikke er villige til å betale for noe de kan gjøre selv. Hvis selskapets eiere ønsker sikring mot valutakursrisiko kan de gjøre dette selv, og vil ikke belønne selskapet for å gjøre det. En annen måte å se samme argument på, er følgende: Ved inngåelsen av en sikringsforretning har transaksjonen nåverdi null for begge parter. Inngåelsen av en kontrakt med nåverdi null skal ikke endre et selskaps verdi.

I en teoretisk ramme er det nødvendig å ta hensyn til imperfeksjoner i kapitalmarkedene for at risikostyring skal ha verdi. Et standard argument knyttes til konkurskostnader, og mer generelt, finansielle krisekostnader. Dersom det er en reell fare for at et selskap går konkurs, vil det påføres økte kostnader. Leverandører vil tilby dårligere betingelser, banker vil forlange høyere rente på finansiering, osv. Sikring kan brukes til å unngå negative utfall som ville medført konkurs. Et kjent norsk eksempel er Saga Petroleum's salg av olje på termin for en del år siden. På et tidspunkt da oljeprisen var på vei ned mot 10 dollar, inngikk Saga terminkontrakter som bandt deres salgspris. Ettersom oljeprisen straks etter snudde og ikke har vært i nærheten av 10 dollar siden, var dette en transaksjon med tap sett i ettertid. Men dette må ses i sammenheng med den daværende situasjon for selskapet. Da kontrakten ble inngått, var oljeprisen så lav at dersom den hadde falt med bare en halv dollar til, ville Saga sannsynligvis vært konkurs. Ved å binde oljeprisen oppnådde de en garanti mot dette svært negative utfallet. At terminkontrakten også fjernet muligheten for gevinst hvis oljeprisen steg igjen, var av mindre betydning i den akutte situasjonen.

Sikring kan også ha sammenheng med skattespørsmål. En progressiv selskapsskatt vil medføre at en foretrekker minst mulig variabilitet i resultater. Sikring kan brukes for å oppnå dette. Denne effekten tror man imidlertid ikke er særlig viktig.

Viktigere er de potensielle kostnadene for et selskap ved å hente inn ny kapital for å gjennomføre investeringer. Det er alltid billigere for et selskap å finansiere investeringer med tilbakeholdt overskudd enn ved å hente inn ny egenkapital eller ny gjeld. Bruk av finansielle instrumenter for sikring av kontantstrømmer tillater selskaper å budsjettere bedre, og senker sannsynligheten for å måtte hente inn dyr kapital.

Argumentene ovenfor gjelder for store selskaper, med veldiversifiserte eiere, der hver eiers posisjon i et selskap er en liten del av eierens totalportefølje. Dette vil ofte være tilfelle for børsnoterte selskaper. For små, ikke børsnoterte selskaper, virker dette perspektivet noe feil. I slike selskaper, hvor lederen og eieren ofte er samme person, er eieren tvert imot altfor lite diversifisert. I slike tilfeller vil eierens risikoaversjon medføre at han (eller hun) ønsker at selskapet styrer risiko, også usystematisk risiko.

Hovedkonklusjonen er at risikostyring i seg selv neppe kan være drivende for verdier i selskaper, så lenge de risikoene som en sikrer mot, er usystematiske. Svingninger i valuta er likevel en noe spesiell risikokilde, ettersom valuta er relatert til et lands makroøkonomi. Valutaendringer vil derfor ha effekter som er mer vidtrekkende, og mer tilbøyelige til å være systematiske. For å forstå hva vi mener med systematiske risikoer, kan det være nyttig å tenke på hvordan kapitalmarkedet priser selskaper, for eksempel gjennom kapitalverdimodellen (CAPM). Den eneste risikoen som er relevant for pricing, er kovariansen mellom selskapets kontantstrøm og markedet. Hvis valutakursen samtidig påvirker et selskaps kontantstrøm og makroøkonomien (altså markedet), vil valutaendringen reflekteres i selskapets beta-verdi. Valutasvingninger er en kilde til systematisk risiko, og derfor relevant for hvordan selskapet prises. Selskapets eiere bør derfor være mer åpne for at risikostyring av valutarisiko er relevant.

4 Internasjonal empiri av selskapers bruk av valutaderivater

Våre kunnskaper om selskapers bruk av derivater skriver seg først og fremst fra akademiske undersøkelser. Vi kan dele disse undersøkelsene inn i to typer, etter hvordan de er gjennomført.

Den ene typen baserer seg på offentlig tilgjengelige data om selskapers derivatbruk, dvs. fra årsrapporter. Slike undersøkelser tar for seg et stort utvalg av selskaper og får data for hele utvalget. Det er altså ingen utvalgsskjevhet. Problemet er mangelen på relevant informasjon i årsrapportene. Inntil ganske nylig hadde regnskapsstandarden lite å si om hvordan sikringsforretninger skulle rapporteres. Rapportering ble i beste fall gjort i noter til regnskapet. Data blir derfor redusert til temmelig grove mål, som for eksempel om selskaper bruker derivater, og hvilke typer risiko som sikres

(hovedsakelig valuta-, rente- eller råvarerisiko). Den mest interessante undersøkelsen av denne typen på valuta er Géczy m.fl. (1997).

Denne typen empiri er komplettert med undersøkelser basert på spørreskjemaer i en eller annen form. Det har den fordelen at en kan stille mer kvalitative spørsmål, som for eksempel motiver for sikring. Det er også mulig å hente inn mer detaljerte data fra andre kilder og kombinere med resultatene fra spørreundersøkelsen. Spørreundersøkelser er dog basert på frivillighet fra deltagernes side, som kan medføre systematiske skjevheter i utvalget. Den mest refererte undersøkelsen av denne typen er Bodnar m.fl. (1996, 1998)

De nevnte undersøkelsene ser på amerikanske eller multinasjonale bedrifter. Lignende undersøkelser er også gjort for andre land. Av spesiell interesse er undersøkelser for land det er naturlig å sammenligne oss med, som Sverige (Alkebäck og Hagelin, 1999), Finland (Hakkarainen m.fl. 1998), Belgia (DeCeuster m.fl. 2000), Nederland (Bodnar m.fl. 2002) og Tyskland (Bodnar og Gebhart 1999). I Bartram o.a. (2003) foretas en internasjonal sammenligning av slike undersøkelser.

Oppsummert viser de nevnte undersøkelsene at derivatbruken blant selskaper er høy. Andelen selskaper som bruker derivater ligger mellom 40% og 60%, med små variasjoner mellom land. Den risikotypen som sikres oftest er valuta, med rente som nummer to. Valutarisiko sikres i mindre grad i USA enn i andre land. Dette reflekterer den relativt mindre rolle som eksport og import har i den amerikanske økonomien. Et annet faktum er at det er de største selskapene som sikrer mest. Den vanligste nevnte forklaringen på dette er skalafordeler. Sikringsinstrumentene er relativt avanserte, slik at det er en kunnskapsterskel som må overvinnes før bruk av slike instrumenter er aktuelt. Det er kun i selskaper over en viss størrelse at ledelsen kan avse tid til å sette seg inn i de aktuelle sikringsmulighetene.

Nevnes bør også Loderer and Pichler (2000), en spørreundersøkelse som går mer direkte på selskapers vurdering av valutarisiko, og ikke generelt på derivatbruk. Undersøkelsen er gjennomført på sveitsiske multinasjonale selskaper. Hovedkonklusjonen i denne undersøkelsen er at selskaper har en lite aktiv vurdering av den valutarisiko de er utsatt for, og i stor grad baserer seg på naturlig sikring av valutarisiko, gjennom prising i lokal valuta og lignende.

Det må understrekes at vi har diskutert undersøkelser som ser på dette fra brukersiden, det vil si hvorfor selskap bruker sikringsinstrumenter og derivater. Det finnes også mye statistikk fra derivatmarkedene om omsetning, fordeling på instrumenter og totalvolum. Den nevnte undersøkelsen fra BIS (2004) er et godt eksempel på undersøkelser av denne typen. Denne typen data vil imidlertid ikke kunne si noe om sluttbrukernes individuelle sikringspraksis.

5 Den norske undersøkelsen av norske selskaps valutasikringspraksis

Norges Bank foretok sommeren 2004 en større spørreundersøkelse av norske selskaps valutasikringspraksis. Spørreskjema ble sendt til norske ikke-finansielle selskaper, utvalgt fra sektorer med valutaeksponering. Finansielle selskaper er utelatt, siden disse er vel så mye tilbydere som etterspørre av sikringsprodukter. For å få med de største selskapene innenfor hver sektor ble undersøkelsen sendt til 125 selskap notert på Oslo Børs. De øvrige selskapene innenfor hver kategori ble plukket ut gjennom et tilfeldig utvalg.

Tabell 2. Oversikt over utvalget

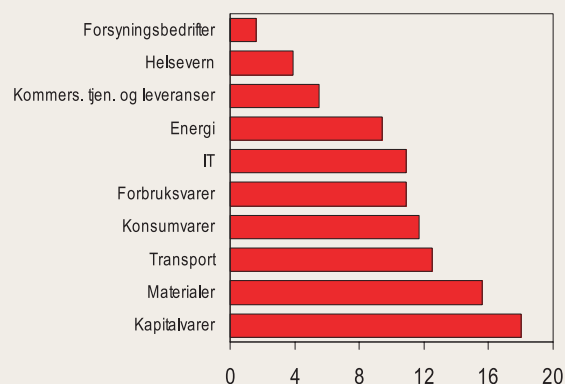
Type foretak	Børsnoterte foretak	Randomisert utvalg	Samlet
Antall skjema sendt ut	125	455	580
Andel av alle	22 %	78 %	100 %
Antall svar mottatt	61	153	214
Svargrad	49 %	34 %	37 %
Antall respondenter uten valutaeksponering	5	41	46
Antall besvarelser tatt ut av andre grunner*	5	35	40
Antall besvarelser som ligger til grunn for analysene	51	77	128
Andel av alle	40 %	60 %	100 %

* Del av konsernstruktur, ufullstendig eller inkonsistent besvarelse

Tabell 2 oppsummerer responsen på spørreskjemaet. 37 prosent av skjemaene ble returnert. Selv om dette kan virke som et lite tall, er dette faktisk en høyere svarprosent enn vanlig i de internasjonale undersøkelsene vi sammenligner oss med, hvor svarprosenten typisk ligger mellom 20 og 25 prosent.

Det er også verdt å notere seg at store selskap svarte i større grad enn små selskap. Hvis større selskap har et mer aktivt forhold til valutarisiko, kan dette gi en skjev-

Figur 1 Sektorfordeling for utvalget. Prosent



Fordeling av selskaper som har besvart undersøkelsen, gruppert etter GICS-standard for sektorfordeling. Tallene er prosentandelen selskap i de forskjellige bransjene.

het i utvalget. Figur 1 viser sektorfordelingen av de besvarende selskapene. De vesentlige sektorene i forhold til valutaspørsmål er godt representert.

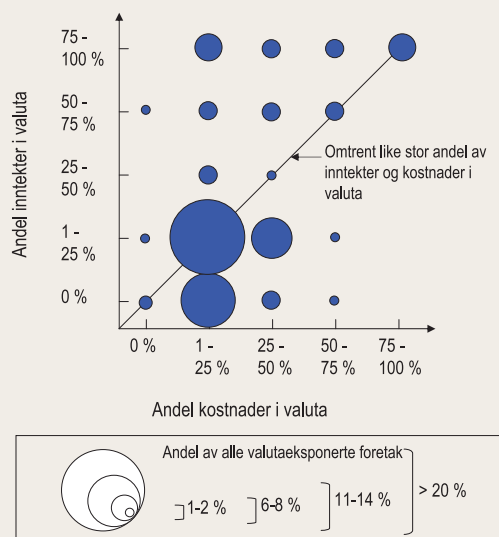
5.1 Oppfatter selskapene seg som eksponerte?

I undersøkelsen ble selskapene bedt om å angi andeler av inntekter og kostnader i valuta. Differansen mellom inntekter og kostnader i valuta (netto valutainntekter) utgjør selskapets netto valutaeksponering før eventuell bruk av valutaderivater, gitt at valutainntektene og valutakostnadene er i samme valuta eller i valutaer med høy korrelasjon. Undersøkelsen forteller ikke hvilke ulike valutaer selskapene er eksponert mot, og vi forutsetter her at netto valutainntekter kan brukes som et anslag på netto valutaeksponering. Dersom et selskap bruker naturlige sikringsteknikker i stor grad, vil vi forvente samsvar mellom inntekter og kostnader i valuta. Figur 2 viser hvor stor andel av selskapene som har ulike kombinasjoner av inntekter og kostnader i valuta.

For å sette tallene i perspektiv er det nyttig å sammenligne med nasjonalregnskapet. I 2003 var eksport 43 prosent og import 28 prosent av BNP. Størsteparten av selskapene i undersøkelsen svarer at andelen av både inntekter og kostnader i valuta er mindre enn 25 prosent. En mulig forklaring på denne forskjellen er at eksport av olje er konsentrert i noen få av de største selskapene, slik at gjennomsnittsselskapet i undersøkelsen har lavere import/eksport-tall.

Vi ser at den største gruppen av selskap har en relativt lav andel av både inntekter og kostnader i valuta. Generelt vil nettoeksponeringen være begrenset for alle selskap med omtrent like stor andel av inntekter og kostnader i valuta. Dette er situasjonen for over en tredjedel av selskapene i undersøkelsen. Dette indikerer en relativt høy grad av naturlig sikring.

Figur 2 Andel inntekter og kostnader i valuta. Prosent



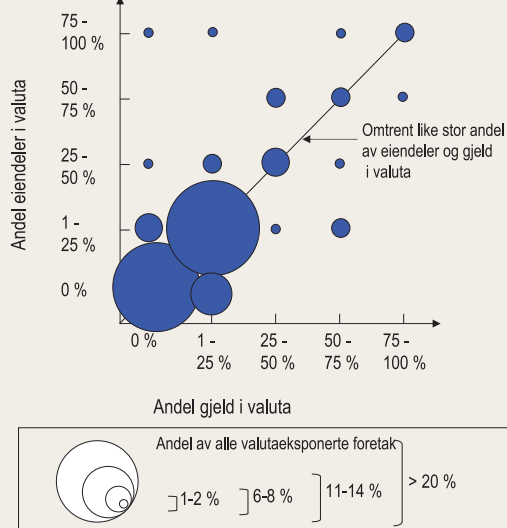
Prosentandel selskaper med inntekter og kostnader i valuta i samme intervall. Større sirkler angir en høyere andel av alle selskapene.

Nede til høyre i figuren finner vi selskap med større andel kostnader enn inntekter i valuta (netto valutakostnader). I denne kategorien er det en tydelig overvekt av selskap som selger forbruksvarer og av selskap som bruker importerte kapitalvarer som innsatsfaktor. For denne gruppen vil endringer i valutakursen ha moderat effekt på totalkostnadene. Blant selskapene som ikke har inntekter i valuta, er det få som har en høy andel kostnader i valuta. Dette reflekterer antagelig at kostnader som påløper i Norge, som for eksempel lønn, lokallease og distribusjon, utgjør en vesentlig andel av de samlede kostnadene til slike selskap. De fleste selskapene med stor nettoeksponering er selskap med større inntekter enn kostnader i valuta (netto valutainntekter). Disse selskapene finner vi oppe til venstre i figuren. I denne kategorien er det en sterk overvekt av energi-, industri- og fiskeselskap. En viktig årsak til dette kan være at naturlige sikringsteknikker ikke er tilgjengelige i tilstrekkelig grad for disse selskapene, fordi de baserer seg på utnyttelse av spesifikke norske råvarer.

I tillegg til tall for inntekter og kostnader ble selskapene også spurt om hvor utsatt balansepostene er for valutasingninger. Figur 3 viser at fordelingen av eiendeler og gjeld i valuta er mye mindre spredt enn fordelingen av inntekter og kostnader i valuta. To tredjedeler av de valutaeksponerte selskapene har liten eller ingen andel av eiendeler og gjeld i valuta. Bare 16 prosent av selskapene har mer enn halvparten av eiendelene i valuta. I denne kategorien finner vi sterk overvekt av rederier og selskap i energisektoren, og de fleste selskapene er store, børsnoterte selskap. Konsentrasjonen av eiendeler i kroner viser at norske selskap fortsatt i hovedsak har sin virksomhet i Norge. Internasjonaliseringen av selskapene foregår fortsatt i større grad gjennom handel med utlandet enn gjennom lokalisering i utlandet.

Generelt er det høy grad av samsvar mellom andelen

Figur 3 Valutaandeler av eiendeler og gjeld. Prosent



Prosentandel selskaper med eiendeler og gjeld i valuta i samme intervall. Større sirkler angir en høyere andel av alle selskapene.

eiendeler og andelen gjeld i valuta. Det er svært få selskap som har en stor andel eiendeler i valuta samtidig som de har en liten andel gjeld i valuta (oppe til venstre i figuren) eller motsatt (nede til høyre i figuren). Dette tyder på at selskapene legger vekt på naturlig sikring av eiendeler og gjeld. Samtidig er det en del selskap som har en begrenset netto eksponering av eiendeler og gjeld i valuta. En årsak til dette kan være at selskapet forsøker å bruke valutagjeld til å øke sine kostnader i valuta, og dermed bidra til naturlig sikring av selskapets inntekter i valuta, til tross for at selskapet dermed tar på seg balanserisiko. Figur 3 kan tolkes som at selskapene aksepterer noe, men ikke for mye balanserisiko. En av årsakene til dette er antagelig at det er lett å påvirke sammensetningen av gjeld ved for eksempel å erstatte et lån i norske kroner med et lån i valuta.

Etter at et selskap har benyttet de ønskelige naturlige sikringsteknikkene, sitter det igjen med en netto valutaeksponering i form av netto valutainntekter og netto eiendeler i valuta. Dersom selskapet ønsker å endre denne eksponeringen, må det gjøres ved hjelp av valuta-derivater.

5.2 Hvordan og hvor mye sikrer norske selskap?

Figur 4 viser at så mange som 91 prosent av selskapene oppgir at de benytter én eller flere former for valutasikring. De ulike formene for valutasikring omfatter både bruk av valuta-derivater, naturlige sikringsteknikker, fakturering i norske kroner, utflytting og annet. Bruk av valuta-derivater er den hyppigst brukte formen for sikring. 61 prosent av selskapene benytter derivater. Naturlige sikringsteknikker er også meget utbredt. 43 prosent av selskapene benytter slike teknikker. En form for naturlig sikring er å kjøpe innsatsfaktorer i samme valuta som produktet faktureres i. På denne måten svinger både inntekter og kostnader med valutakursendring-

er, og svingningene motveier hverandre helt eller delvis. En annen form for naturlig sikring er å ta opp lån i samme valuta som selskapet har eiendeler i. På denne måten vil eventuelle valutakursjusteringer av poster på selskapets balanse motveie hverandre slik at nettoeffekten på resultatregnskapet reduseres. 31 prosent av selskapene sikrer seg mot kurssvingninger ved å fakturere utenlandske kunder helt eller delvis i norske kroner. En annen måte å sikre seg mot kurssvingninger er å flytte deler av virksomheten til utlandet. Ni prosent av selskapene oppgir at de har gjennomført eller planlegger å gjennomføre slike tiltak. Merk at også andre forhold enn valutasikring, som f.eks. det norske lønnsnivået eller ønske om nærhet til markedet, har betydning når et selskap vurderer utflytting.

Ytterligere informasjon får man ved å se på graden av sikring. Figur 5 viser i hvilken grad selskapene sikrer netto valutainntekter. 36 prosent av selskapene som har besvart dette spørsmålet, sikrer ikke netto valutainntekter. 47 prosent sikrer et sted mellom 1 og 75 prosent av netto valutainntekter, mens kun 17 prosent sikrer opp mot 100 prosent av eksponeringen. Dette viser at selv om en stor andel av selskapene bruker valutasikring, så er sikringen partiell. Formålet med sikring ser ut til å være å redusere – ikke eliminere – valutarisiko.

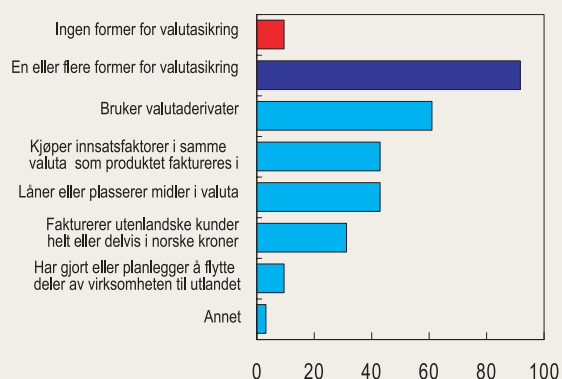
Figur 6 viser i hvilken grad selskapene sikrer netto eiendeler i valuta. Her er bildet tydeligere: Hele 64 prosent sikrer ikke netto eiendeler i valuta. Dette stemmer godt overens med en stor grad av naturlig sikring av eiendeler og gjeld i valuta.

5.3 Bruk av valuta-derivater i norske selskap

Selskap bruker typisk derivater til å sikre en kontrakt-festet eller forventet transaksjon. Figur 7 viser bruken av ulike typer derivater fordelt på sikringsformål. Omfanget av opsjoner er fortsatt betydelig mindre enn valutaterminer, men dette markedet er i vekst.

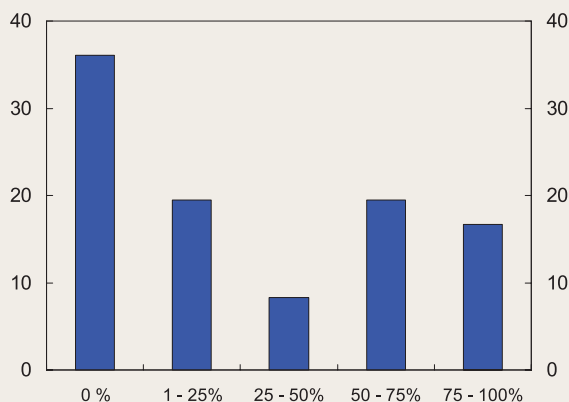
Noen formål sikres i større grad enn andre. Balansen

Figur 4 Former for valutasikring. Prosent



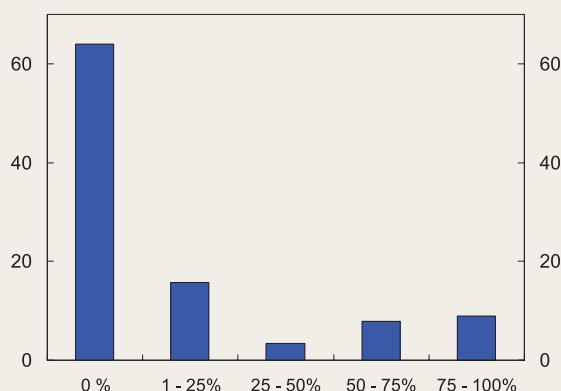
Prosentandel respondenter som bruker forskjellige valutasikringsteknikker. Andelen i figuren summerer seg til mer enn de 91 prosentene som benytter valutasikring, ettersom flere selskaper bruker flere former for sikring parallelt.

Figur 5 Andel av netto valutainntekter som er sikret. Andel respondenter¹. Prosent



¹ Totalt 72 respondenter har besvart dette spørsmålet.

Figur 6 Andel av netto eiendeler i valuta som er sikret. Andel respondenter¹. Prosent



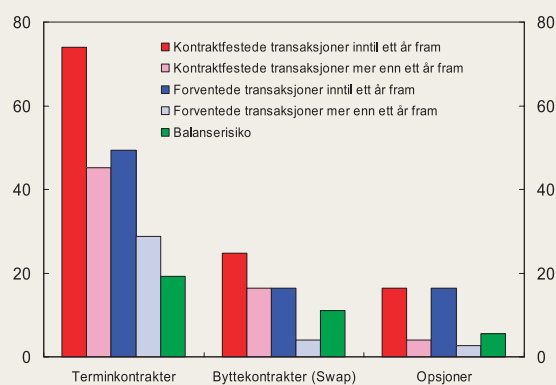
¹ Totalt 89 respondenter har besvart dette spørsmålet.

sikres i mindre grad enn transaksjoner. En sentral observasjon er at derivatbruken øker når eksponeringen er kontraktfestet og forfaller på kort sikt (inntil ett år fram). Intuitivt ønsker selskapene å vite hvilken valutaeksponering de faktisk har før de valutasikrer. Hvis ikke, kan de risikere at sikringen (for eksempel en terminkontrakt) gir dem økt eksponering i stedet for å sikre en underliggende eksponering. Dette trekker i retning av at selskapene foretrekker å sikre kontraktfestet framfor forventet eksponering. Det fører også til en preferanse for kortsiktighet, fordi selskapet som regel vil ha bedre oversikt over eksponeringen på kort enn på lang sikt. Ulike forhold, som for eksempel graden av usikkerhet knyttet til kundeforhold, kan ha stor betydning for selskapets valg av horisont.

Figur 8 viser at andelen selskap som bruker valutaderivater øker med størrelsen på selskapene. Dette resultatet er det samme som en ser i all internasjonal empiri. En ofte nevnt forklaring på dette er eksistensen av skalafordeler når det gjelder derivatbruk. Det er i denne forbindelse interessant å merke seg at mellomstore og små selskap oppgir å fakturere utenlandske kunder i norske kroner i betydelig større grad enn store selskap. På denne måten ser de mindre selskapene ut til å tilpasse seg skalaulempene ved å overføre valutarisikoen til sine handelspartnere.

En annen faktor som ser ut til å påvirke derivatbruk, er netto valutaeksponering. I figur 8 er selskapene delt inn i tre kategorier basert på deres netto valutaeksponering. Figuren viser at selskap med netto valutainntekter bruker valutaderivater i større grad enn andre selskap. Selv når man kontrollerer for størrelse er denne forskjellen betydelig⁵. For selskap med netto valutainntekter øker også sikringsgraden med graden av nettoeksponering. Det betyr at jo større netto valutainntekter selskapet har, jo større er tilbøyeligheten til å bruke derivater, og jo større er andelen av netto valutainntekter som sikres. Disse selskapene begrenser effekten av kurssvingninger

Figur 7 Fordeling derivatbruk og formål. Prosent

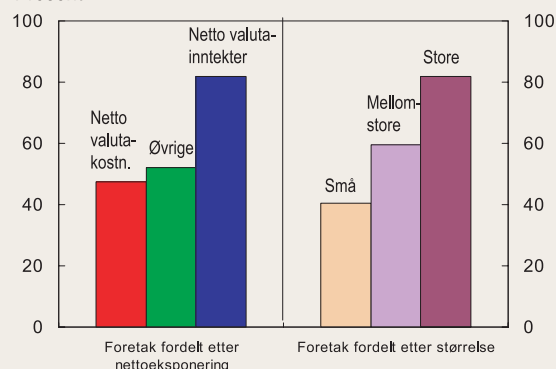


Prosentandel av alle derivatbrukere som bruker ulike derivater, fordelt på type underliggende risiko.

på en intuitiv måte: Jo større eksponering, jo mer sikring. Selskap med netto valutakostnader er derimot mindre tilbøyelige til å bruke derivater enn både selskap med netto valutainntekter og øvrige selskap, til tross for at sistnevnte har lavere netto valutaeksponering. En årsak til dette kan være at konkurransen er mindre hard i importmarkedene, slik at valutakursendringer i større grad kan overføres til kundene. Dersom det skulle stemme, ville selskapene ha mindre behov for å bruke valutastryking. Selskapene kan altså bruke muligheten til å skrive om prislista som sin valutasikringsstrategi.

I undersøkelsen ble det også spurt om hvilken tidshorisont selskapene har på sine sikringsforretninger. Figur 9 viser at 12 prosent av de selskapene som bruker valutaderivater, har kontrakter med løpetid over 3 år. 44 prosent av derivatbrukerne har kontrakter med løpetid mellom 1 og 3 år, men for de fleste av disse selskapene

Figur 8 Derivatbruk etter nettoeksponering og størrelse. Prosent

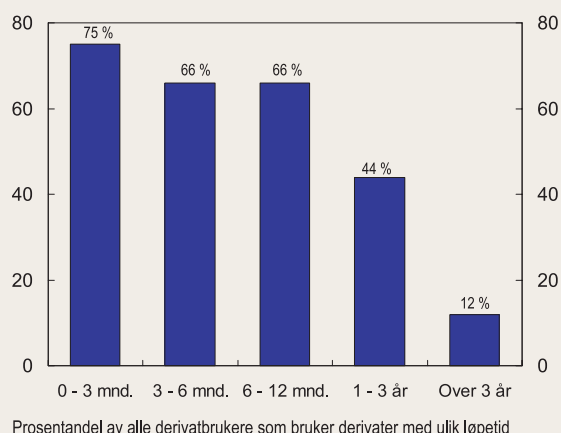


Derivatbruk i ulike kategorier av selskaper. Prosentandel som bruker derivater av alle respondenter i hver kategori.

I fordelingen etter nettoeksponering betyr netto valutainntekt større andel inntekter enn kostnader i valuta. Netto valutakostnad betyr større andel kostnader enn inntekter i valuta. De øvrige har omtrent lik andel av inntekter og kostnader i valuta. I fordelingen etter størrelse har en tredel av utvalget omsetning under 150 millioner kroner. Disse selskapene omtales som små eller mindre selskap. En tredel av utvalget har en omsetning over 500 millioner kroner. De omtales som store selskap. Den siste tredelen omtales som mellomstore selskap.

⁵ Små, mellomstore og store selskap er jevnt fordelt i alle kategoriene av eksponering, med en liten overvekt av store selskap i kategorien med netto valutainntekter. Denne overvekten er imidlertid for liten til å forklare den store forskjellen mellom derivatbruken blant slike selskap og andre selskap.

Figur 9 Sammenheng løpetid og derivatbruk. Prosent



utgjør slike kontrakter en liten andel av deres totale derivatbeholdning. Selv om disse tallene i seg selv viser at omfanget av langsiktige valutaderivater er begrenset, er de betydelig høyere enn hva omsetningstall for det norske markedet for valutaderivater viser. BIS (2004) viser at av alle valutaderivater solgt av norske finansinstitusjoner til ikke-finansielle selskap er det kun 1 prosent av omsetningsverdien som kommer fra derivater med løpetid over ett år. Årsaken til denne forskjellen er sannsynligvis at andelen store selskap i undersøkelsen er betydelig større enn for den norske selskapssektoren som helhet. Blant brukerne av langsiktige derivater i vår undersøkelse er det videre en overvekt av rederier og selskap i energisektoren. Det kan tenkes at disse selskapene også benytter utenlandske finansinstitusjoner når de kjøper valutaderivater, og derfor ikke er med i dataene for det norske markedet.

Kortsiktige derivatkontrakter (med løpetid opptil 1 år) brukes derimot av de fleste. For 18 prosent av alle deri-

vatbrukerne utgjør helt kortsiktige kontrakter mer enn 75 prosent av deres totale derivatbeholdning. Blant de som legger størst vekt på kortsiktige derivater, er det en overvekt av selskap rettet inn mot forbrukersegmentet.

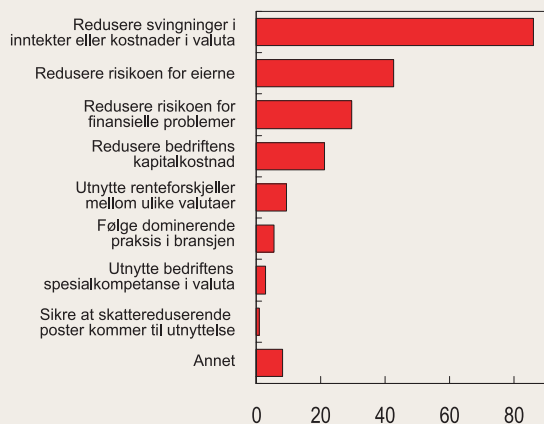
Samlet sett viser de norske dataene at bruken av valuta-derivater i høy grad er rettet inn mot kortsiktig sikring. For å forsøke å belyse årsakene til den begrensede bruken av langsiktige valutaderivater ble selskapene bedt om å ta stilling til en rekke påstander om hindringer og motivasjon for langsiktig sikring og derivatbruk. Selskapene har angitt i hvilken grad hver påstand stemmer for dem. Tabell 3 viser fordelingen av respondentene på hvert svaralternativ.

De oppgitte svarene viser at rammebetingelsene for bruk av langsiktige valutaderivater oppleves som tilfredsstillende. Relativt få selskap mener at bankenes priser er for høye eller at betingelsene til kredittsikkerhet er for strenge. Det er få selskap som synes den regnskapsmessige behandlingen vanskeliggjør bruken. Da undersøkelsen ble gjennomført, var det fortsatt uklart hvordan den nye regnskapsstandarden IAS 39 for vurdering av derivater ville bli implementert i EU, men undersøkelsen viser i alle tilfelle at gjeldende norsk regnskapsstandard på dette området ikke oppleves som en hindring. De fleste selskapene mener også at de blir tilbudt langsiktige derivatkontrakter, men her er respondentene delt: 21 prosent svarer at de i svært stor grad ikke blir tilbudt slike kontrakter. En mulig årsak til at svarene her skiller seg fra svarene på de øvrige påstandene, kan være at slike kontrakter ikke blir markedsført overfor en kunde hvis banken allerede vet at kunden ikke vil tilfredsstille krav til for eksempel kredittsikkerhet. Uansett ser ingen av disse tilbudsside- og rammebetingelsesfaktorene ut til å forklare hvorfor det er lite valutaderivater ut over ett års løpetid. Det er derfor interessant å se at forholdsvis mange selskap svarer at de i stor grad eller i noen grad ikke legger vekt på langsiktig valutarisiko.

Tabell 3. Meninger om langsiktige valutaderivater

I hvilken grad stemmer følgende påstander for foretaket?	Prosentandel svar innen en skala fra 1 til 5 (1=Stemmer i svært liten grad; 5=Stemmer i svært stor grad)					
	1	2	3	4	5	Vet ikke
Langsiktige valutaderivater tilbys ikke til foretaket	50 %	7 %	7 %	5 %	21 %	11 %
Langsiktig valutaeksponering kan ikke sikres med derivater	45 %	14 %	13 %	10 %	7 %	12 %
Foretaket legger ikke vekt på å sikre langsiktig valutarisiko	31 %	15 %	18 %	12 %	18 %	7 %
Den regnskapsmessige behandlingen av valutaderivater vanskeliggjør bruken	48 %	18 %	12 %	6 %	6 %	10 %
Banken forlanger for høy pris (kurs, spread eller premie) på langsiktige valutaderivater	30 %	19 %	20 %	13 %	8 %	11 %
Bankene krever kredittsikkerhetsbetingelser på langsiktige valuta-derivater som vanskeliggjør bruken	41 %	22 %	15 %	7 %	5 %	11 %

Figur 10 Motivasjon for valutasikring. Prosent



Prosentandel som krysset av på de forskjellige svaralternativene. Det var mulig å krysse av på flere alternativ.

5.4 Sikringspraksis

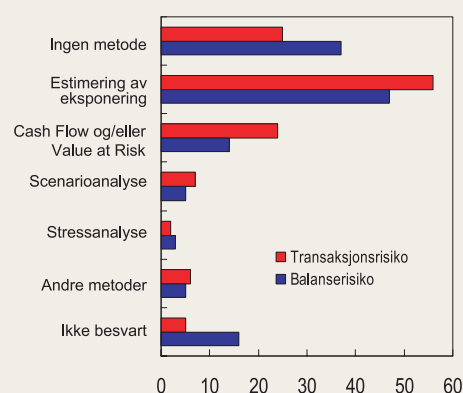
En fordel med bruk av spørreundersøkelser er at de tillater å stille spørsmål av mer subjektiv karakter, som kan brukes til å gi mer kvalitative svar rundt sikringspraksis. Den norske undersøkelsen omfattet derfor også en rekke spørsmål om hvordan selskapene sikrer i praksis. Flere av spørsmålene var motivert av konkrete hypoteser. Vi gjengir her noen av de mest interessante funnene.

Selskapene ble spurt direkte om hvorfor de sikret valutarisiko. Figur 10 oppsummer resultatene. Hele 86 prosent har som mål å redusere svingninger i inntekter og kostnader i valuta. Dette understreker at valutarisiko oppleves som vesentlig. Dette utdypes av at 30 prosent av selskapene er opptatt av å redusere risikoen for finansielle problemer. Et eksempel på dette som ble nevnt i undersøkelsen, var likviditetsproblemer. Dette resultatet betyr at nesten hvert tredje selskap tror valutasingninger betyr så mye for dem at de kan risikere å få betalingsproblemer – og dermed i verste fall gå konkurs – dersom valutakursen utvikler seg ugunstig. Å redusere risiko for eierne er et motiv for 43 prosent av selskapene. Dette impliserer at mange selskap mener at valutarisiko er av betydning for eierne, og at selskapene mener de har bedre forutsetninger for å sikre denne typen risiko enn eierne selv har, for eksempel gjennom diversifisering.

21 prosent av selskapene søker å redusere kapitalkostnadene. Reduserte kapitalkostnader vil i mange tilfeller være resultatet av å redusere risikoen for eierne, dersom denne risikoen har en risikopremie. I tillegg vil redusert fare for likviditetsproblemer føre til at sannsynligheten for mislighold av lån faller, og dermed kunne bidra til å redusere gjeldskostnadene. Reduserte kapitalkostnader er derfor en indirekte effekt av valutasikring.

Andre grunner enn risikoreduksjon for bruk av valuta-derivater er begrenset. Kun tre prosent av selskapene ønsker å utnytte spesialkompetanse innen valuta til spe-

Figur 11 Metoder for vurdering av risiko. Prosent



kulasjon og profitt. Ni prosent av selskapene søker å utnytte renteforskjeller mellom ulike valutaer. Ett selskap i hele undersøkelsen var motivert av at skattereduserende poster (som framførbare underskudd) skulle komme til anvendelse. Få selskap er motivert av å følge dominerende praksis i bransjen.

For å se nærmere på hvor bevisste selskap er til sin valutaeksponering ble selskapene spurt om de hadde en valutastrategi. 70 prosent av selskapene i undersøkelsen oppgir at de har en valutastrategi. 74 prosent av disse har forankret valutastrategien i styret, og 20 prosent har forankret den i ledelsen. Kun 6 prosent av de som har en valutastrategi, har ikke forankret den høyere opp enn i økonomi- eller finansavdelingen. Til tross for at innholdet i en slik valutastrategi ikke var nærmere definert i undersøkelsen, indikerer dette at selskapene har et bevisst forhold til valutaeksponering.

En annen måte å se på hvor aktive selskapene er i sine risikovurderinger, er å se på hvilke metoder de bruker for å vurdere valutarisiko. Figur 11 viser hvilke metoder selskapene benytter for å måle valutarisiko. 25 prosent oppgir at de ikke bruker noen metode for å vurdere sin transaksjonsrisiko. Det er altså færre selskap som har en metode for å måle valutarisiko, enn det er som benytter valutasikring. Omtrent halvparten av selskapene har svart at de estimerer sin eksponering. Dette alternativet forventes å fange opp målinger av ganske ulik karakter, fra helt enkle beregninger til sofistikerte statistiske metoder. Blant de mer etablerte risikomålene brukes Value at Risk og/eller Cash Flow at Risk av 24 prosent for å vurdere transaksjonsrisiko og av 14 prosent for å vurdere balanserisiko. Øvrige metoder brukes av et lite mindretall av selskapene.⁶

Resultatene indikerer at mange selskap nøyer seg med enklere målemetoder for å vurdere valutarisiko. Enkle metoder kan være både en årsak til og en konsekvens av at horisonten på valutasikringen er relativt kort.

⁶ Value at Risk og Cash Flow at risk er begge «nedsidemål» på risiko. Value at Risk beregnes for en portefølje av aktiva ved at en ser hva som er porteføljens maksimale verditap for gitte horisonter og sannsynligheter. Cash Flow at Risk er et tilsvarende mål, men for et selskaps kontantstrøm. Scenarioanalyse utføres ved at en velger et sett med sannsynlige «scenarier» for de variabler en måler eksponering for, og ser hvordan disse scenariene påvirker selskapsverdiene. Stressanalyse er mer fokusert på «worst case».

Tabell 4. Meninger om valutasikringspraksis

Foretakets faktiske praksis innen valutasikring innebærer at ...	Prosentandel svar innen en skala fra 1 til 5 (1=Stemmer i svært liten grad; 5=Stemmer i svært stor grad)					
	1	2	3	4	5	Vet ikke
... foretaket ikke tar stilling til hvilken retning kursutviklingen vil ta eller om kursen er over- eller undervurdert	18 %	17 %	18 %	25 %	19 %	3 %
... foretaket noen ganger kan ta mer risiko enn foretaket ville gjort dersom det var usikret	38 %	23 %	16 %	14 %	4 %	5 %
... foretaket alltid sikrer en bestemt andel av netto kontantstrøm i valuta	29 %	11 %	15 %	22 %	20 %	3 %
... foretakets kortsiktige valutarisiko (opp til ett år) er til enhver tid er begrenset av en kjent maksimalverdi	30 %	17 %	17 %	20 %	11 %	6 %
... foretakets sikringspraksis innebærer en tilpasning til samme praksis som bransjen for øvrig	28 %	13 %	17 %	6 %	4 %	33 %

Kortsiktig eksponering er lettere å få oversikt over, og stiller derfor mindre krav til målingene. I ytterste konsekvens, dersom selskapet bare sikrer kontraktfestede betalinger, vil måleverktøy være unødvendige. Underskudd på målemetoder kan dog i neste omgang være til hinder for at langsiktig valutasikring kommer i bruk. Samtidig er det viktig å understreke at ikke alle strategier og sikringsformer krever sofistikerte målemetoder for å implementeres. Det er derfor vanskelig å vurdere resultatene helhetlig uten å vite mer om hvilke strategier som benyttes. Samlet sett er det grunn til understreke at andelen av selskap som ikke bruker noen metode, er relativt lav. En konklusjon er dog at selskapene som har besvart undersøkelsen, har et bevisst forhold til valutarisiko.

De samme instrumentene som brukes for å sikre, kan også brukes for spekulative formål. Bare en liten minoritet av selskapene på 3-4 prosent oppgir profitt og spekulasjon som formål med bruk av valutaderivater. Svært få selskap oppgir at de noen ganger kan ta mer risiko enn de ville gjort dersom de var usikret. Ut over denne minoriteten viser undersøkelsen at valutasikring og valutaderivater har som uttalt formål å redusere valutaeksponering og valutarisiko. Samtidig oppgir ett av tre selskap at deres sikringspraksis innebærer at de tar stilling til hvilken retning kursutviklingen vil ta, eller om kursen er over- eller undervurdert. I 60 prosent av de tilfellene der selskapet har en valutastrategi, åpner denne strategien for at selskapet kan ha et slikt syn på kursutviklingen. Dette indikerer at i en rekke selskap gjennomføres valutasikringen ikke bare for å redusere risikoen, men også for å kunne tjene på valutakursendringene. Undersøkelsen har ingen informasjon om hvorvidt selskapene lykkes med å tjene penger på denne måten.

Undersøkelsen spurte også hvorvidt bransjestandarder er viktige faktorer for valutasikringen i selskapene. Bakgrunnen for dette spørsmålet er at dersom alle selskapene i en bransje hadde sikret valutaeksponering på

samme måte, ville effekten av kursendringer slått likt ut for alle. Denne typen mekanismer ville særlig vært aktuell i importmarkedene, og kunne bidratt til å forklare hvorfor selskap med netto valutakostnader bruker valutaderivater i mindre grad enn andre selskap. Resultatene fra undersøkelsen gir liten støtte for hypotesen. Det er få selskap som oppgir at bransjestandarder har innvirkning på deres valutasikring. Det er særlig interessant å merke seg hvor mange som sier at de ikke vet svaret på dette spørsmålet. En forutsetning for å kunne tilpasse seg praksis i bransjen må være at man kjenner praksis. Blant de selskapene som svarer at de faktisk motiveres av og tilpasser seg praksis i bransjen, er det ingen tydelige mønster. På dette punktet er imidlertid resultatene usikre, fordi antall svar er lite. En mulig feilkilde er tolkningen av ordet bransje, som det i hvert tilfelle er opp til respondenten å vurdere.

Undersøkelsen så også på om selskapene bruker to enkle sikringsteknikker. Den første teknikken går ut på at selskapets kortsiktige valutarisiko (opp til ett år) til enhver tid er begrenset av en kjent maksimalverdi. Den andre teknikken går ut på selskapet alltid sikrer en bestemt andel av netto kontantstrøm i valuta. Fordelingen i tabell 4 viser at å sikre en fast andel av netto kontantstrøm er noe mer benyttet enn å begrense maksimal risiko. Samtidig er det slik i begge tilfeller at omtrent 30 prosent av selskapene bruker denne teknikken i svært liten grad. Dette viser at ingen av teknikkene praktiseres av alle, men at hver av teknikkene praktiseres av en del.

Som vi husker fra den teoretiske gjennomgangen, er det å velge å ikke sikre et fullt legitimt valg. Figur 12 gir en oversikt over de svarene som ble gitt på spørsmålet om hvorfor selskapet ikke benytter valutasikring. Ut fra hvilke selskap som har svart på spørsmålet, må valuta-sikring her tolkes som bruk av valutaderivater. Kun 23 selskaper har svart på spørsmålet, og resultatene må der-

Figur 12 Meninger om ikke å sikre. Prosent



for tolkes med forsiktighet. Minst to mønstre kommer dog tydelig fram. For det første er den vanligste årsaken til ikke å sikre at risikoen ikke oppfattes som stor nok eller viktig nok. For det andre er det også tydelig at rammebetingelsene for bruk av valutasikring ikke oppfattes som noe vesentlig problem.

6 Konklusjon

De viktigste konklusjonene fra den norske undersøkelsen er:

- De resultatene som kan sammenlignes med internasjonale undersøkelser, viser at Norge ligger på linje med resten av verden.
- Nesten alle selskap med valutaeksponering bruker en eller flere former for valutasikring. Derivater er den vanligste formen for valutasikring, men også naturlige sikringsformer er mye brukt. De fleste selskapene benytter flere teknikker.
- Selskaper som ikke bruker valutasikring, begrunner dette hovedsakelig med liten eksponering eller at selskapet har tilstrekkelig finansiell styrke til å tåle valutasingninger.
- De besvarende selskapene ser ut til å håndtere valutaeksponering og -sikring på en systematisk og bevisst måte. De fleste selskapene har en valutastrategi som er forankret i ledelsen eller i styret. En høy andel av selskapene forsøker å måle sin valutaeksponering.
- Større selskaper bruker mer derivater.
- Selskap med netto valutainntekter bruker valutaderivater i stor grad, mens selskap med netto valutakostnader bruker valutaderivater i mindre grad.
- Bruken av valutaderivater er i høy grad rettet inn mot kortsiktig sikring. Ut over omfanget av naturlige sikringsteknikker – som har effekt også på lang sikt – er selskapene sårbare for langsiktige trender i valutakursen. Undersøkelsen kan ikke utelukke at selskapene har et aktivt forhold til hvordan slike trender

kan påvirke deres konkurransesituasjon, men det er grunn til å advare mot at et kortsiktig fokus på sikring kan overskygge de langsiktige, strategiske eksponeringer.

Det er dog på sin plass å minne om at besvaringsgraden av undersøkelsen var på 37 %, og konklusjonene har det forbehold at de besvarende selskapene er representative.

Bibliografi

- Alkebäck, Per og Niclas Hagelin (1999): «Derivatives usage by nonfinancial firms in Sweden with an international comparison», *Journal of International Financial Management and Accounting*, 10(2): 105–120
- Bartram, Söhnke M., Gregory W. Brown og Frank R. Fehle (2003): International evidence on financial derivatives usage. Arbeidsnotat, University of North Carolina
- BIS (2004): Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in april 2004. preliminary global results. Bank for International Settlements working paper. www.bis.org
- Bodnar, Gordon M., Abe de Jong, og Victor Macrae (2003): «The impact of institutional differences on derivatives usage. A comparative study of US and Dutch firms», *European Financial Management*, 9(3): 271–297
- Bodnar, Gordon M. og Günther Gebhardt (1999): «Derivatives usage in risk management by US and German non-financial firms: A comparative survey», *Journal of International Financial Management and Accounting*, 10(3): 153–187
- Bodnar, Gordon M., Richard C. Marston og Greg Hayt (1996): «1995 survey of financial risk management by US non-financial firms», *Financial Management*, 25: 113–133
- Bodnar, Gordon M., Richard C. Marston og Greg Hayt (1998): «1998 survey of financial risk management by US non-financial firms», *Financial Management*, 27(4): 70–91
- DeCeuster, Marc J.K., Edward Durinck, Eddy Laveren, og Jozef Lodewyckx (2000): A survey into the use of derivatives by large non-financial firms operating in Belgium. *European Financial Management*, 6(3): 301–318
- Géczy, Christopher, Bernadette Minton, og Catherine Schrand (1997): «Why firms use currency derivatives», *Journal of Finance*, LII(4): 1323–1354

Hakkarainen, Antti, Nathan Joseph, Eero Kasanen og Vesa Puttonen (1998): «The foreign exchange exposure management practices of Finnish industrial firms», *Journal of International Financial Management and Accounting*, 9(1): 34–57

Korsvold, Pål (2000): *Valutastyring*. Cappelen Akademisk Forlag, 2 utgave

Loderer, Claudio og Karl Pichler (2000): «Firms, do you know your currency risk exposure? Survey results», *Journal of Empirical Finance*, 7: 317–344.

Norges Bank (2004): *Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet*. Norges Banks skriftserie nr. 34. Oslo 2004

Sercu, Piet og Raman Uppal (1995): *International Financial Markets and The Firm*. South-Western/Chapman & Hall

Stulz, René (2003): *Risk Management and Derivatives*. South-Western College Publishing

Wettre, Sigbjørn og Anders Borgersen (2005): «Undersøkelse av valuta og derivatmarkedene i 2004: Sterk vekst i det norske rentederivatmarkedet», *Penger og Kreditt* nr 1/2005

Undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene i 2004: Sterk vekst i det norske rentederivatmarkedet

Sigbjørn Wettre og Anders Bohlin Borgersen, konsulenter i Statistikkavdelingen i Norges Bank

I forbindelse med en internasjonal undersøkelse i regi av Bank for International Settlements (BIS) målte Norges Bank aktiviteten i det norske valuta- og derivatmarkedet i april 2004. Den gjennomsnittlige dagsomsetningen av rentederivater i Norge var økt med 79 prosent i forhold til tilsvarende undersøkelse i 2001. Omsetningen av rentederivater i Norge var på 5 milliarder kroner pr. bankdag i måleperioden i 2004. Norske kroner var involvert i 96 prosent av denne omsetningen i 2004 mot 89 prosent i 2001. Totalt for alle land som er med i undersøkelsen, økte omsetningen av rentederivater med 110 prosent fra april 2001 til april 2004.

Den gjennomsnittlige dagsomsetningen i det norske valutamarkedet økte med 11 prosent fra april 2001 til april 2004. Handelen med norske kroner utgjorde 37 prosent av omsetningen i det norske valutamarkedet i 2004 mot 32 prosent i 2001. Totalt for alle land økte dagsomsetningen i valutamarkedet med 59 prosent i denne perioden.

1 Bakgrunn

Innledning

Norges Bank har hvert tredje år siden 1989 foretatt en undersøkelse av aktiviteten i det norske valutamarkedet i samarbeid med Bank for International Settlements (BIS).¹ Tilsvarende undersøkelser gjøres av andre sentralbanker. Hensikten er å øke innsynet i markedene for å gi sentralbanker, andre myndigheter og aktører en bedre mulighet til å følge aktiviteten i de internasjonale finansmarkedene.

Undersøkelsene omfatter omsetning og utestående beholdning i valutamarkedene og i derivatmarkeder som ikke er børsnoterte. Børsnoterte derivater var med i undersøkelsene i 1989, 1992 og 1995, men ble tatt ut fra og med 1998, da omsetningsdata for disse derivatene er tilgjengelige fra andre kilder, blant annet børsene. Børsnoterte derivater er ikke med i tallene for 1995 i denne artikkelen.

BIS publiserte de endelige resultatene av undersøkelsen på internettsidene sine 17. mars 2005. Foreløpige resultater for omsetningen i april 2004 ble publisert 28. september samme år samtidig på internettsidene til BIS og de deltagende sentralbankene. Total utestående beholdning ved utgangen av juni 2004 for de land som deltok i undersøkelsen, ble publisert på internettsidene til BIS 6. desember 2004. Norges Bank har ikke publisert noen resultater for den norske delen av beholdningsundersøkelsen, ettersom den bare omfatter 4 banker.

Metode

52 land deltok i undersøkelsen i 2004 mot 48 land i 2001. BIS benytter begrepet «global» om de samlede resultater for landene som deltok i undersøkelsen.

Antallet rapporterende institusjoner er halvert i forhold til undersøkelsen i 2001 blant annet på grunn av fusjoner. Rapporterende institusjoner (i det videre kalt rapportører) er de banker og børsmeglerfirmaer som har stor valuta- og derivatvirksomhet i hvert enkelt land. De er valgt ut av de nasjonale sentralbankene.

Økningen i antall land og reduksjonen i antallet rapportører antas ikke å ha stor betydning for den globale undersøkelsens dekningsgrad. Deltagerlandene gir supplerende informasjon om dekningsgraden for undersøkelsen. BIS har beregnet at den globale dekningsgraden er redusert fra 98 til 94 prosent for valutaomsetningen og fra 97 til 95 prosent for omsetningen av derivater i forhold til undersøkelsen i 2001.

Undersøkelsen gjennomføres hver gang i april måned. Omsetningen i løpet av hele måneden rapporteres for å redusere effekten av kortsiktige variasjoner. Deretter beregnes den gjennomsnittlige omsetningen pr. dag på bakgrunn av opplysninger fra deltagerlandene om antallet handelsdager i måneden. Det var 19 handelsdager i april 2004 mot 18 i april 2001.

Undersøkelsene er utført etter omtrent samme mal hvert tredje år siden 1992. I årets undersøkelse ble det foretatt en nærmere presisering for å skille mellom handel mellom «forhandlere» («dealers») og handel med kunder. Videre er det presisert at handelen skal rapporteres etter hvor den finner sted (salgsdesken).

Både transaksjoner og utestående beholdning er rapportert på bruttobasis. Alle beløp er rapportert omregnet til dollar.

Totalomsetningen er korrigert slik at transaksjoner som er registrert av to norske rapportører, bare er tatt med en gang. I den internasjonale undersøkelsen er det også korrigert for omsetning mellom rapportører på tvers av land.

¹ For tidligere artikler om dette emnet i Penger og Kreditt vises til referanselisten

Definisjoner av markedsterminologi

I undersøkelsen er følgende definisjoner brukt:

Transaksjonstyper:

Spot. Avtale om kjøp eller salg av valuta med «øyeblikkelig» levering, dvs. ikke senere enn to bankdager etter kontraktsinngåelse.

Termin. Avtale om levering av en gitt mengde av et aktivum til en gitt pris (kontraktsprisen) på et fremtidig tidspunkt som er mer enn to bankdager etter kontraktsinngåelse. Terminforretninger omfatter såkalte «ekte terminer», bytteavtaler (swapper) og fremtidige renteavtaler (FRA).

«*Ekte valutaterminer*». Avtale om kjøp eller salg av valuta for fremtidig levering. Beløp, leveringskurs og leveringsdag avtales ved kontraktsinngåelse og kan ikke endres i kontraktsperioden. En valutatermin-avtale innebærer en plikt til å levere eller motta valuta.

Fremtidige renteavtaler (FRA). Gjensidig bindende avtale om en fremtidig rente (FRA-renten) for en bestemt periode i fremtiden og for et bestemt underliggende kontraktsbeløp. FRA-renten, perioden, kontraktsbeløpet og en referanserente (for eksempel NIBOR) avtales når kontrakten inngås. Kontrakten er en ren differansehandel. Oppgjøret beregnes ut fra rentedifferansen mellom den avtalte FRA-renten og referansenrenten i markedet ved avtaleperiodens start.

Valutabytteavtaler. Avtale om kjøp (salg) av valuta med øyeblikkelig levering, samtidig som det inngås avtale om tilbakesalg (tilbakekjøp) av valutaen på et fastsatt fremtidig tidspunkt til en kurs som fastsettes i dag. En bytteavtale består således av en spottransaksjon og en ekte termintransaksjon. For å unngå dobbelttelling, er bare termin delen av en bytteavtale rapportert. Det forekommer også valutabytteavtaler der partene i tillegg bytter rentestrømmer i to ulike valutaer («currency-swap»). Denne typen bytteavtaler utgjorde en marginal andel av den rapporterte valutabytteomsetningen.

Rentebytteavtaler. Avtale mellom to parter om å bytte periodiske rentebetalinger av ulik karakter. I den vanligste formen byttes flytende rente mot fast rente eller omvendt (såkalt «plain vanilla» rentebytte-avtale).

Opsjoner. Avtale som gir innehaveren en rett, men ikke plikt til å kjøpe (kjøpsopsjon) eller selge (salgsopsjon) en bestemt mengde av et underliggende objekt til en gitt pris (kontraktsprisen) på eller innen et bestemt tidspunkt. Opsjoner omfatter valutaopsjoner og renteopsjoner.

Valutaforkortelser:

NOK – Norske kroner

USD – Amerikanske dollar

EUR – Euro (felles valuta i 11 land innenfor Den europeiske union)

DEM – Tyske mark

SEK – Svenske kroner

DKK – Danske kroner

Annet:

Løpetid angir en kontrakts varighet fra inngåelse til utløpsdato.

Motpart. Betegner hvem den rapporterende institusjonen har avtalt en handel med.

I BIS-undersøkelsen skilles det mellom omsetning i «det tradisjonelle valutamarkedet» og i «ikke-tradisjonelle valutaderivater». Det tradisjonelle valutamarkedet omfatter i undersøkelsen spothandel, ekte terminhandel og valutabytteavtaler. Valutaderivater omfatter både terminhandel (ekte terminer og valutabytteavtaler) og ikke-tradisjonelle valutaderivater. I begrepet ikke-tradisjonelle valutaderivater inngår kombinerte valuta- og rentebytteavtaler («currency swaps») og valutaopsjoner. I det følgende benyttes begrepet valutaderivater om «ikke-tradisjonelle» valutaderivater.

Uvalg og endringer i bankstrukturen i Norge

Undersøkelsen av omsetningen av valuta- og derivatkontrakter i april 2004 omfatter norske og utenlandsk-eide banker med tilholdssted i Norge. På grunn av strukturendringer og fusjoner i markedet er antallet rapportører i omsetningsundersøkelsen redusert fra 11 i 2001 til 9 i 2004. Deltakelse i undersøkelsen er frivillig, men alle som ble spurt om å rapportere, har deltatt. Som i 2001 anslår vi at mer enn 90 prosent av aktiviteten i det norske valutamarkedet er dekket i 2004.

Markedsforholdene i det norske valuta- og derivatmarkedet i april 2004

Deltagerne i den norske undersøkelsen har gitt opplysninger om at omsetningen i de norske valuta- og derivatmarkedene var stabil siste halvår før undersøkelsen, men i april måned vurderes omsetningen å være lavere enn i en normal måned. Dette kan blant annet ha sammenheng med at hele påsken i 2004 i likhet med i 2001 falt i april måned.

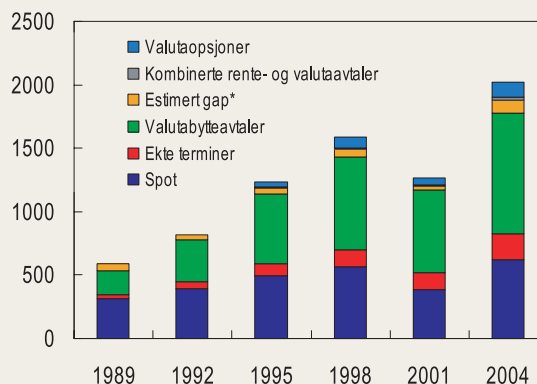
Det er ikke grunn til å anta at kurs- og markedsforholdene har påvirket rente- og valutamarkedet i ekstraordinær grad i undersøkelsesperioden.

- I april 2004 lå pengemarkedsrenten (3 måneders NIBOR) mellom 1,88 og 2,01 prosent. Gjennomsnittlig rentedifferanse mellom norske 10-års statsobligasjoner og viktige markedsland var noe høyere i april enn i de foregående månedene i 2004.
- Norske kroner styrket seg mot handelspartnerne i april målt med den importveide kursindeksen (I-44) og industriens effektive valutakurs (KKI). Kursen på norske kroner var tilnærmet uendret mot dollar fra 1. til 30. april 2004, men styrket seg noe mot euro, danske og svenske kroner og britiske pund.

Bruken av automatiske elektroniske systemer

Det ble i undersøkelsen gitt opplysninger om bruken av automatiske elektroniske systemer i valuta- og derivathandelen. Undersøkelsen indikerer at litt under halvparten av valutaomsetningen i det norske valutamarkedet

Figur 1 Global omsetning i valutamarkedet. Daglig gjennomsnitt i april. Mrd. USD



* Se forklaring av "gap" i teksten.

Kilde: BIS

foregår ved elektroniske systemer. Andelen er litt høyere for spottransaksjoner enn for valutaterminer. Ca 15 prosent av fremtidige renteavtaler handles ved elektroniske systemer. I en analyse av den danske undersøkelsen² opplyses til sammenligning at 47 prosent av spothandelen og 58 prosent av terminhandelen på interbankmarkedet foregår elektronisk.

2 Omsetningen i valutamarkedet

Sterk vekst i det globale valutamarkedet

Dagsomsetningen i det tradisjonelle globale valutamarkedet økte fra 1200 til 1880 milliarder dollar fra april 2001 til april 2004, en økning på 57 prosent. Når en korrigerer for endringer i valutakursene, var økningen på 36 prosent.³

Figur 1 viser den globale valutaomsetningen fordelt på transaksjonstyper. Ettersom de rapporterte omsetningstallene antas å dekke 94 prosent av den globale omsetningen, har BIS på bakgrunn av de supplerende opplysningene fra deltagerlandene lagt til et beregnet «gap» i tillegg til de rapporterte omsetningstallene for hver transaksjonstype.

Tradisjonell valutahandel utgjorde 93 prosent av all valutaomsetning i april 2004 mot 95 prosent i april 2001. Av dette stod spothandel for 31 prosent både i 2001 og 2004. Ekte terminer utgjorde 10 prosent av all valutahandel både i april 2001 og april 2004, mens andelen valutabytteavtaler falt fra 52 til 47.

Omsetningen av valutaopsjoner økte med 95 prosent og omsetningen av kombinerte valuta- og rentebytteavtaler med 200 prosent fra april 2001 til april 2004. Valutaderivater utgjorde 7 prosent av all valutaomsetning i 2004 mot 5 prosent i 2001. Valutaopsjoner utgjorde 6 prosent, mens kombinerte valuta- og rentebytteavtalers andel av den totale valutaomsetningen bare var 1 prosent.

² Drejer og Hove (2004)

³ BIS har beregnet verdien av omsetningen i april 2001 med valutakursene for de viktigste valutaene i april 2004. I denne perioden svekket dollar seg betydelig ovenfor de viktigste valutaer som inngår i undersøkelsen. Metoden for korrigering av valutakurser er forklart i BIS (2004).

Totalt⁴ økte den globale valutaomsetningen med 59 prosent fra april 2001 til april 2004.

Valutaomsetningen økte ovenfor alle motparter. Veksten var særlig stor for handel mellom rapporterende banker og andre finansinstitusjoner. Andre finansinstitusjoner omfatter blant annet pensjons- og forsikringsselskaper, investeringsbanker og sikringsfond («hedge funds»). Andelen av valutaomsetningen som foregår mellom rapporterende banker og andre finansinstitusjoner økte fra 28 til 33 prosent. Økningen i valutaomsetningen forklares av BIS⁵ blant annet med at formuessplassering i valuta ble vurdert å gi bedre avkastning enn aksjer og obligasjoner. Et eksempel på dette er at investorer har byttet dollar til blant annet australske og newzealandske dollar basert på forventninger om svekket amerikansk dollar og renteforskjeller. Australske og newzealandske dollar har således økt sin andel av den globale valutaomsetningen. Videre førte store kurs- og rentebevegelser til økt aktivitet i sikringsfond for å unngå tap. BIS mener at disse faktorene har hatt sterkere betydning enn økt konsolidering og økt elektronisk handel, som bidro til å redusere valutaomsetningen. I 2001 bidro økt konsolidering og økt bruk av elektronisk handel samt innføringen av euro til en nedgang i valutaomsetningen på 20 prosent i forhold til undersøkelsen i 1998.

Moderat vekst i det norske valutamarkedet

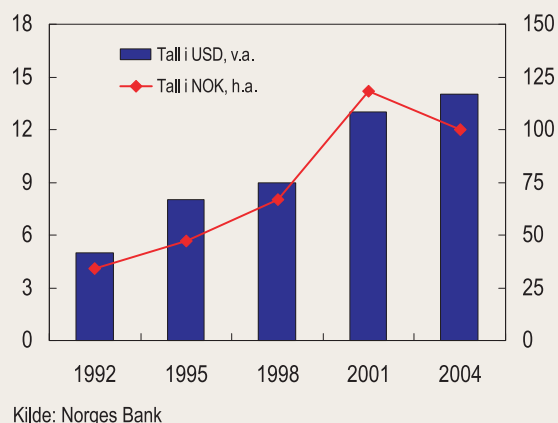
Den rapporterte gjennomsnittlige dagsomsetningen i det norske valutamarkedet økte fra 13 milliarder dollar i april 2001 til 14 milliarder dollar i april 2004, en økning på 11 prosent. Til sammenligning økte valutaomsetningen pr. dag med 45 prosent fra april 1998 til april 2001. Som følge av at dollar falt med 24 prosent i verdi mot norske kroner fra april 2001 til april 2004, falt imidlertid dagsomsetningen målt i norske kroner med 15 prosent (fra 118 milliarder til 100 milliarder kroner)⁶. Totalt ble månedsomsetningen i det norske valutamarkedet i april 2004 målt til 274 milliarder dollar mot 233 milliarder dollar i tilsvarende periode i 2001, en økning på 18 prosent.

Dagsomsetningen i det tradisjonelle valutamarkedet økte med 12 prosent fra 2001 til 2004, mens dagsomsetningen av valutaderivater falt med 42 prosent i den samme perioden. Valutaderivater spiller en marginal rolle i det norske valutamarkedet, og valutaderivatenes andel av den totale valutaomsetningen falt fra 0,9 prosent i 2001 til 0,5 prosent i 2004.

Redusert spothandel og økt terminhandel

Figur 3 viser omsetningen av valutakontrakter fordelt på transaksjonstyper i de fem undersøkelsene som er foretatt fra 1992 til 2004. Figuren viser at valutabytteavtaler har hatt en økende andel, mens spottransaksjonenes andel av valutaomsetningen har falt. Valutabytteavtaler anvendes blant annet i bankens likviditetsstyring og har

Figur 2 Det norske valutamarkedet. Gjennomsnittlig daglig omsetning i april. Mrd. USD (venstre akse) og mrd. NOK (høyre akse)

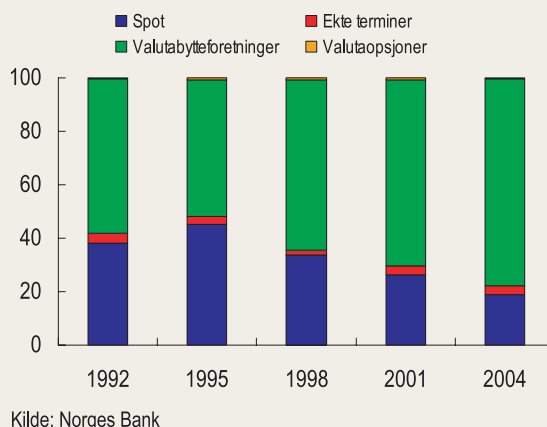


en viktig rolle i det norske pengemarkedet. Ekte terminer benyttes av foretak til kurssikring av fremtidige betalinger til utlandet. Terminer (ekte terminer og valuta-byttehandler) utgjorde 81 prosent, spottransaksjoner 19 prosent og valutaopsjoner 0,3 prosent av den totale valutaomsetningen i april 2004. Omsetningen i terminmarkedet økte med 30 prosent, mens omsetningen i spottransaksjoner falt med 16 prosent og omsetningen av valutaopsjoner falt med 46 prosent fra 2001 til 2004.

Økt omsetning av norske kroner

Figur 4a viser omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutasort. Dollarens andel har i de fem siste undersøkelsene vært litt i overkant av 40 prosent med unntak av i 1995, da den var 36 prosent. Norske kroners andel av omsetningen har økt i hver undersøkelse, til 37 prosent i april 2004. Euro har i den siste undersøkelsen en andel på 14 prosent av all handel, mot 17 prosent i 2001. Omsetningen av «andre valutaer» økte sin andel fra 7 til 8 prosent fra 2001 til 2004.

Figur 3 Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på transaksjonstyper. Prosentandeler

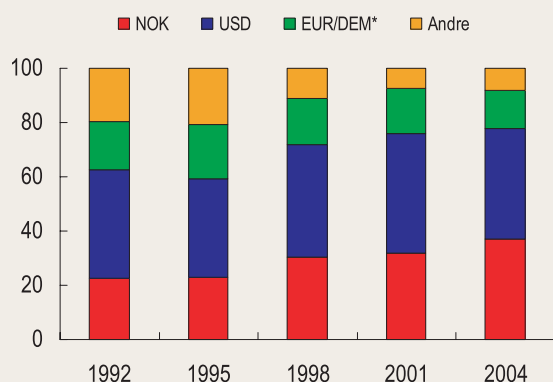


⁴ Summen av tradisjonell valutahandel, valutaderivater og estimert gap

⁵ 1. BIS (2004). 2 Galati and Melvin (2004)

⁶ Gjennomsnittlig valutakurs for norske kroner mot amerikanske dollar var 6,92 i april 2004 mot 9,09 i april 2001

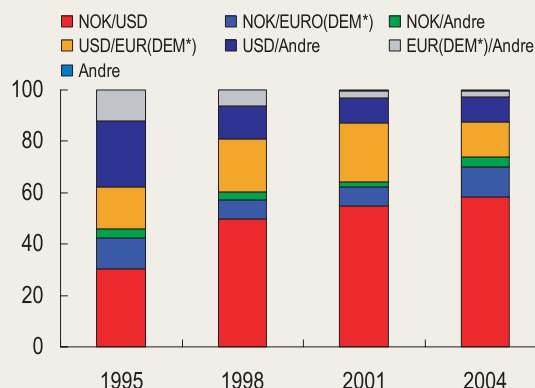
Figur 4a Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutasort. Prosentandeler



*DEM for undersøkelsene i 1992, 1995 og 1998

Kilde: Norges Bank

Figur 4b Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutapar. Prosentandeler



*DEM for undersøkelsene i 1995 og 1998

Kilde: Norges Bank

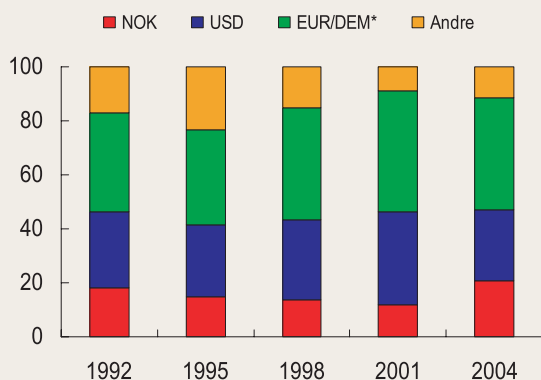
I den internasjonale BIS-undersøkelsen falt andelen av handel med norske kroner fra 0,75 til 0,70 prosent fra april 2001 til april 2004. Totalt økte omsetningen av norske kroner fra 9 til 12 milliarder dollar pr. dag. Resultatene av den norske undersøkelsen viser at norske bankers handel med norske kroner økte fra 4 til 5 milliarder dollar pr. dag i samme periode.

Figur 4b viser omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutapar. Norske kroner mot dollar har vært det mest omsatte valutapar fra 1995, og andelen har hele tiden vært økende. Fra april 2001 til april 2004 økte andelen fra 55 til 58 prosent. Av omsetningen hvor norske kroner er involvert, utgjorde norske kroner mot dollar en andel på 79 prosent i april 2004 mot 86 prosent i april 2001. Andelen norske kroner mot euro økte fra 12 til 16 prosent og andelen norske kroner mot «andre valutaer» økte fra 3 til 5 prosent. Inkludert i andelen av andre valutaer er svenske og danske kroner, som hadde en andel på henholdsvis 1,7 og 0,4 prosent av handelen mot norske kroner i april 2004.

Euro har en vesentlig høyere andel i spotmarkedet enn i terminmarkedet, mens dollar og norske kroner har en lavere andel i spotmarkedet enn i terminmarkedet. I spotmarkedet falt andelen for euro og dollar fra henholdsvis 45 til 41 prosent og fra 34 til 26 prosent fra april 2001 til april 2004. Andelen av handelen med norske kroner i spotmarkedet økte fra 12 prosent i 2001 til 21 prosent i 2004. Rapportørene har gitt opplysninger om at omsetningen for dollar og euro i spotmarkedet i den siste undersøkelse er lavere enn normalt.

I valutaterminmarkedet var dollar involvert i 44 prosent av handelen i april 2004 og 47 prosent i april 2001. Handelen med euro utgjorde 7 prosent i 2004 mot 6 prosent i 2001. Omsetningen i terminmarkedet der norske kroner var involvert, hadde en andel på 41 prosent i 2004 mot 39 prosent i 2001. Handel med norske kroner mot dollar utgjorde 87 prosent av all terminhandel der norske kroner var involvert i 2004 mot 94 prosent i 2001.

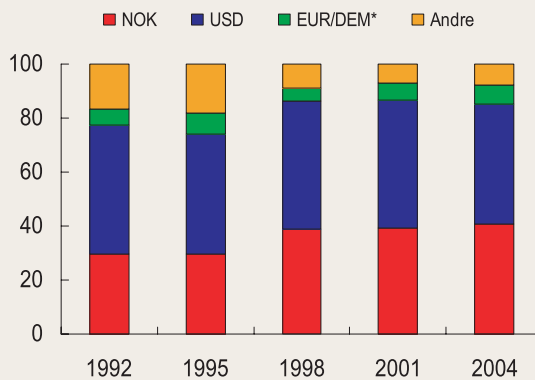
Figur 5 Spotomsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutasort. Prosentandeler



*DEM for undersøkelsene i 1992, 1995 og 1998

Kilde: Norges Bank

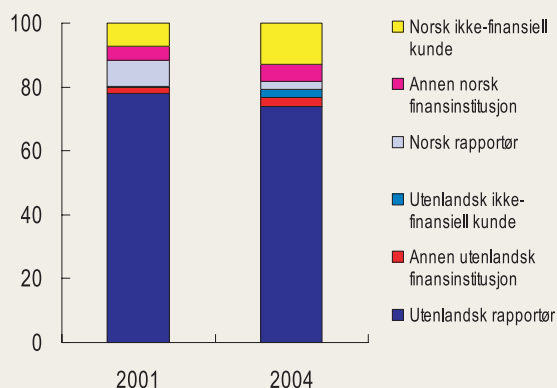
Figur 6 Terminomsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutasort. Prosentandeler



*DEM for undersøkelsene i 1992, 1995 og 1998

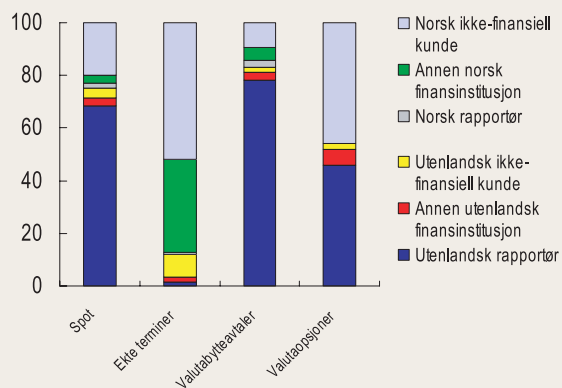
Kilde: Norges Bank

Figur 7a Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt etter kontraktmotparter. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

Figur 7b Omsetningen i det norske valutamarkedet i 2004 fordelt etter kontraktmotparter og transaksjonstype. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

Mindre handel med norske rapportører

Handel med utlandet utgjorde 79 prosent av omsetningen i april 2004 mot 80 prosent i april 2001. Det meste av handelen med utlandet foregår mot utenlandske rapportører. Fra 2001 til 2004 falt andelen av handelen knyttet til rapportører i utlandet fra 78 til 74 prosent av valutaomsetningen (jf. figur 7a), mens andelen av handelen med andre utenlandske finansinstitusjoner økte fra 2 til 3 prosent og handelen med utenlandske ikke-finansielle kunder fra 0,5 til 2,5 prosent.

Andelen handel med norsk rapportør har falt i hver undersøkelse siden 1992 med unntak av i 2001 og utgjorde i 2004-undersøkelsen bare 2 prosent mot 8 prosent i 2001. Andelen handel med norske kunder utenom den finansielle sektor økte fra 7 prosent i 2001 til 13 prosent i 2004. Valutahandelen mellom norske rapportører og andre finansinstitusjoner i Norge økte sin andel av omsetningen fra 4 til 5 prosent.

Figur 7b viser valutaomsetningen i april 2004 fordelt på motparter og transaksjonstyper. Av figuren fremgår at

det meste av handelen foregår mot utenlandske motparter bortsett fra for handelen med ekte terminer, der 52 prosent av handelen er mot norske ikke-finansielle kunder og 35 prosent mot norske finansinstitusjoner utenom banker. Den store andelen av terminhandelen med ikke-finansielle kunder skyldes disse kunders bruk av terminer til kurssikring av fremtidige betalinger til og fra utlandet.

Kortere løpetid på terminkontraktene

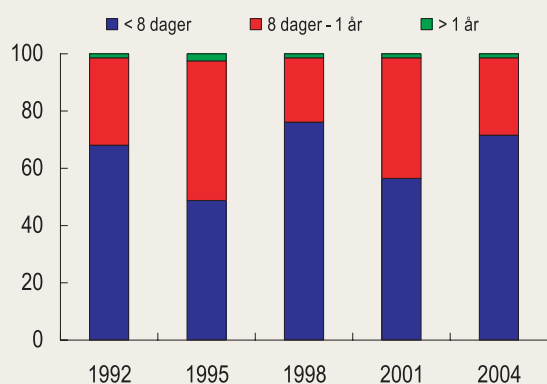
Figur 8 viser at andelen kontrakter med løpetid på under åtte dager økte fra 57 til 72 prosent fra april 2001 til april 2004, mens andelen kontrakter med løpetid mellom åtte dager og ett år falt fra 42 til 27 prosent. Andelen kontrakter med løpetid utover ett år utgjorde bare 1 prosent av omsetningen i 2001 og 2004.

Sterk vekst i det skandinaviske valutamarkedet

Undersøkelsen av det norske markedet kan settes litt i perspektiv ved å sammenholde den med tallene fra de andre nordiske landene. Den danske undersøkelsen omfatter 7 banker, den svenske undersøkelsen 4 og den finske undersøkelsen 9 banker. Dekningsgraden i den danske og den svenske undersøkelsen antas å være ca 95 prosent. Dekningsgraden i den finske undersøkelsen er oppgitt til å være tilnærmet 100 prosent.⁷

I figur 9 sammenlignes valutaomsetningen pr. dag i de nordiske landene målt i dollar. Figuren viser at valutaomsetningen i Sverige og Danmark er vesentlig større enn i Norge, mens den er lavest i Finland. Valutaomsetningen pr. dag i Danmark økte med hele 78 prosent fra april 2001 til april 2004, mens den falt i de to foregående periodene. I Sverige økte valutaomsetningen med 29 prosent fra 2001 til 2004 og med 60 prosent fra 1998 til 2001. Valutaomsetningen i Finland var tilnærmet uendret fra 2001 til 2004, men ble halvert fra 1998

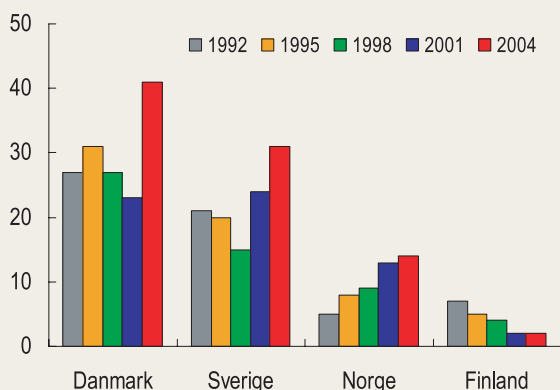
Figur 8 Omsetning i det norske valutaterminmarkedet fordelt på løpetid. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

⁷ Kilder: Danmarks Nationalbank (2004), Sveriges riksbank (2004), Finlands Bank (2004)

Figur 9 Valutaomsetning i Danmark, Sverige, Norge og Finland. Gjennomsnitt pr. bankdag. Milliarder USD



Kilde: BIS og sentralbankene

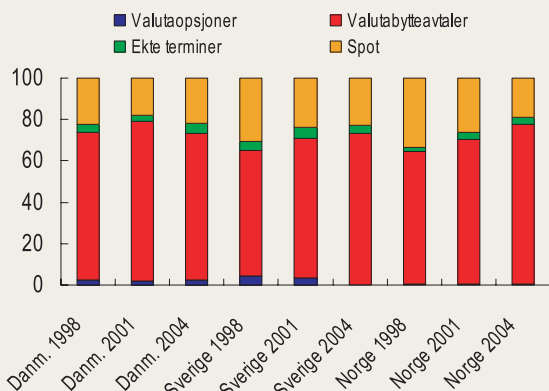
til 2001. Fra 1.1.1999 ble finske mark avviklet, og den finske hjemmevalutaen ble da euro. Det kan ha flyttet omsetning til mer likvide markeder.

Målt i nasjonal valuta økte valutaomsetningen i Danmark med 52 prosent, mens den falt med 4 prosent i Sverige fra 2001 til 2004. Økningen i Danmark forklares⁸ blant annet med at mindre forskjeller mellom kjøps- og salgspriser på valutamarkedet («spreads») har redusert transaksjonsomkostningene ved valutahandel, og av en generell tilstrømning av likviditet på det globale markedet. Økt bruk av elektroniske systemer antas også å bidra til økt valutaomsetning ved at det bidrar til å gjøre markedet mer oversiktlig.

Valutabytteavtaler utgjør den største andelen av valutaomsetningen i de skandinaviske landene

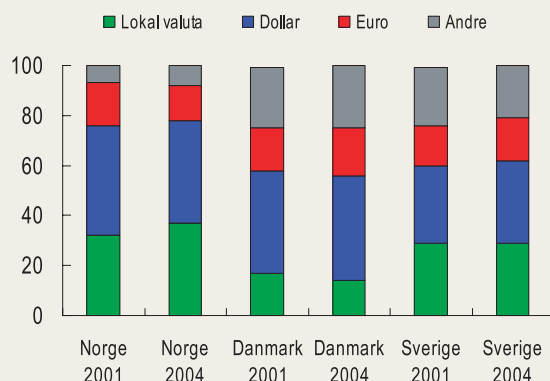
Figur 10 viser valutaomsetningen i de skandinaviske landene fordelt på transaksjonstype. Fordelingen på transaksjonstyper er ganske lik i de tre landene. Valutabytteavtaler utgjør den klart største andelen i alle

Figur 10 Valutaomsetning i Danmark, Sverige og Norge fordelt etter transaksjonstype. Prosentandeler



Kilde: Sentralbankene

Figur 11 Valutaomsetning i Danmark, Sverige og Norge fordelt etter valuta. Prosentandeler



Kilde: Sentralbankene

landene, og i 2004 var andelen størst i Norge. Andelen spothandel har falt i Sverige og Norge, men økt i Danmark fra 2001 til 2004. Handel med valutaopsjoner er liten i alle land, noe større i Danmark enn i Norge, og i Sverige har slik handel falt til et svært lavt nivå i 2004.

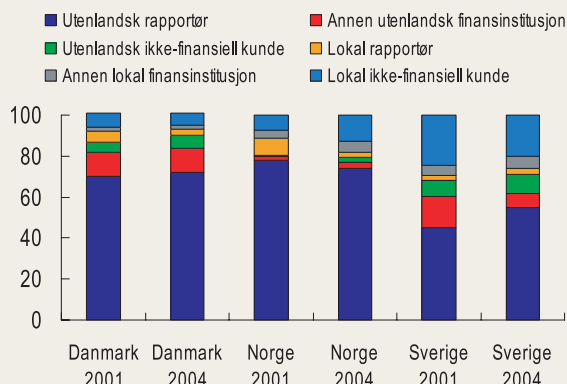
Små endringer i valutasammensetningen i det danske og svenske valutamarkedet

Valutasammensetningen i det danske og svenske valutamarkedet er stort sett uendret fra 2001 til 2004, med dollar som den viktigste valutaen (figur 11). Andelen av handelen med danske kroner på det danske valutamarkedet har falt. Det forklares med at kursforholdet mellom danske kroner og euro har vist små variasjoner som følge av den danske valutapolitikken.

En større andel av handelen foregår mot ikke-finansielle kunder i Sverige enn i Norge og Danmark

Figur 12 viser en sammenligning av valutaomsetningen i det norske, danske og svenske valutamarkedet i 2001

Figur 12 Valutaomsetning i Danmark, Sverige og Norge fordelt etter motparter. Prosentandeler



Kilde: Sentralbankene

⁸ Drejer og Hove (2004)

og 2004, fordelt på motparter. Figuren viser at motpartfordelingen er svært lik i det danske og det norske valutamarkedet. Handelen med andre finansinstitusjoner (lokal og utenlandsk) enn rapportører falt fra 14 til 13 prosent i Danmark, mens den økte fra 6 til 8 prosent i Norge. Andelen økte fra 28 til 33 prosent i den globale undersøkelsen.

I Sverige foregår en lavere andel av handelen mot utenlandske rapportører og en større andel av handelen mot ikke-finansielle kunder enn i Norge og Danmark. Fra april 2001 til april 2004 økte imidlertid andelen av handelen med utenlandske rapportører fra 45 til 55 prosent, mens andelen av handelen med andre (lokale og utenlandske) finansinstitusjoner enn rapportører falt fra 20 til 12 prosent. Tallene fra den danske og svenske undersøkelsen tyder således ikke på at danske og svenske banker har bidratt til den økte globale handelen med internasjonale sikringsfond og porteføljeforvaltere.

Mulige forklaringer på moderat vekst i valutaomsetningen i Norge

Hvis man ser på utviklingen fra de tre siste undersøkelsene, er veksten i valutaomsetningen i Norge og Danmark mer lik de globale undersøkelsene, mens den er sterkere i Sverige. Fra april 1998 til april 2004 økte valutaomsetningen pr. dag med 56 prosent i Norge, 52 prosent i Danmark, 107 prosent i Sverige og 60 prosent globalt.

Fra april 2001 til april 2004 økte omsetningen pr. dag imidlertid bare med 11 prosent i det norske valutamarkedet, mot 78 prosent i det danske, 29 prosent i det svenske og med 59 prosent i den globale undersøkelsen. Økningen i den globale valutaomsetningen forklares av BIS blant annet med at formuesplassering i valuta ble vurdert å gi bedre avkastning enn aksjer og obligasjoner, og økt aktivitet i sikringsfond. Den lave andelen av valutaomsetningen mellom norske banker og utenlandske finansinstitusjoner utenom rapportører viser at norske banker i liten grad har vært involvert i slik handel.

En annen årsak til den relativt lave veksten i valutaomsetningen i Norge kan være fusjoner mellom store rapportører, som har bidratt til lavere andelen handel mellom norske rapportører. Handelen med norske rapportører utgjorde bare 2 prosent av valutaomsetningen i april 2004 mot 8 prosent i april 2001. Rapportørene har videre gitt opplysninger om at omsetningen for dollar og euro i det norske spotmarkedet var lavere enn normalt i april 2004.

En forklaring kan også være lavere vekst i utenriks-handelen. Summen av eksport og import økte bare med 7 prosent fra april 2001 til april 2004, men med 33 prosent fra 1998 til 2001.

Det var store endringer i rentenivået fra april 2001 til april 2004. Den gjennomsnittlige rentedifferansen mellom 3-måneders pengemarkedsrente i norske kroner og euro falt fra 2,70 i april 2001 til -0,17 i april 2004.

Gjennomsnittlig rentedifferanse mellom 10 års obligasjonsrenter i Norge og i viktige markedsland falt fra 1,86 i april 2001 til 0,47 i 2004. En mulig forklaring på noe av den lave veksten i valutaomsetningen kan kanskje være at mindre rentedifferanser reduserer fortjenestemulighetene ved veksling av valuta.

12-måneders vekst i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) falt fra 2,6 prosent i april 2004 til 0,2 prosent i april 2004. Ettersom valutaomsetningen måles i løpende priser, vil lav prisstigning medføre lavere vekst.

Omsetningen av norske kroner økte både globalt og i det norske valutamarkedet fra april 2001 til april 2004. Inflasjonsstyring ble innført i Norge 29. mars 2001. De to siste undersøkelsene har altså vært gjennomført i perioden med inflasjonsstyring. Inflasjonsstyring kan tenkes å medføre større fluktuasjoner i kursene på norske kroner og dermed være en mulig forklaring på økt omsetning av norske kroner i Norge og internasjonalt. I en analyse av den danske undersøkelsen blir redusert andel av valutahandelen i danske kroner fra den forrige undersøkelsen forklart med et tilnærmet fast kursforhold mellom danske kroner og euro.

3 Omsetning i rentederivater

Sterk vekst i det globale rentederivatmarkedet

BIS-undersøkelsen viser at den globale omsetningen av rentederivater økte med 110 prosent fra 489 milliarder dollar i april 2001 til 1025 milliarder dollar i april 2004. Omsetningen av dollarbaserte rentederivater økte med 128 prosent. BIS forklarer økningen i dollardenominerte rentederivater med at det i april 2004 var et skift i markedsforventningene om den fremtidige amerikanske renten.⁹ Men eurobaserte rentederivater økte også betydelig (100 prosent), og de eurobaserte rentederivatene er fortsatt de mest omsatte rentederivatene globalt, med en andel på 45 prosent i april 2004.

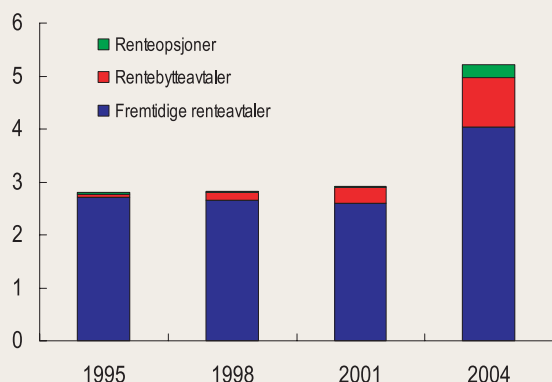
Globalt økte omsetningen av rentebyteavtaler med 88 prosent fra april 2001 til april 2004, mens andelen av omsetningen i rentederivatmarkedet falt fra 68 til 61 prosent. Fremtidige renteavtaler reduserte sin andel av omsetningen fra 26 til 23 prosent, mens renteopsjonenes andel økte fra 6 til 17 prosent.

Sterk vekst i det norske rentederivatmarkedet

Også i Norge var det sterk vekst i disse markedene, men veksten var ikke så sterk som på global basis. Den gjennomsnittlige dagsomsetningen økte med 79 prosent, og var i april 2004 5 milliarder dollar, mens den var 3 milliarder dollar i 2001. Totalomsetningen av rentederivater økte med 89 prosent til 99 milliarder dollar i april

⁹ BIS (2004)

Figur 13 Omsetning av rentederivater pr. bankdag i Norge i april fordelt på transaksjonstyper. Mrd. USD



Kilde: Norges Bank

2004, fra 52 milliarder dollar i april 2001. Målt i norske kroner økte omsetningen av rentederivater med 44 prosent, fra 476 til 686 milliarder.

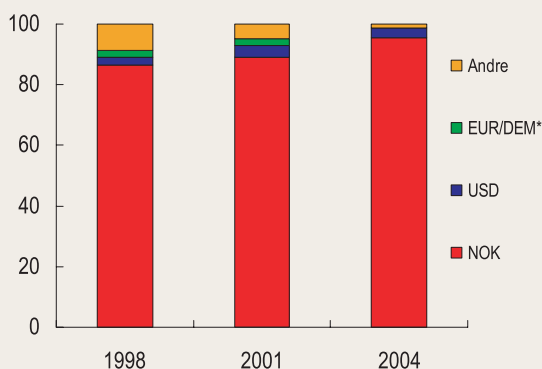
Sterk vekst i omsetningen av alle typer av rentederivater

Omsetningen av fremtidige renteavtaler (FRA) økte med 65 prosent. Fremtidige renteavtalers andel av den totale månedsomsetningen falt fra 89 prosent i 2001 til 78 prosent i 2004. Årsaken er at omsetningen av rentebytteavtaler økte med 228 prosent i denne perioden og nær doblet sin andel av omsetningen, til 18 prosent. Renteopsjoner økte også sin andel av omsetningen betydelig, fra bare 0,5 prosent i april 2001 til 5 prosent i april 2004.

Norske kroners dominans i det norske rentederivatmarkedet øker

Norske kroner var involvert i 96 prosent av samlet omsetning av rentederivater i april 2004 mot 89 prosent

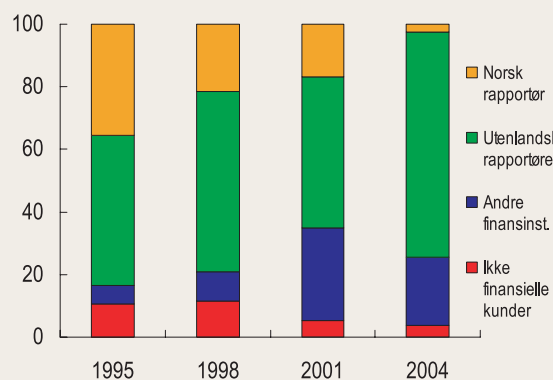
Figur 14 Omsetning av rentederivater totalt i april fordelt på valuta. Prosentandeler



*DEM for undersøkelsen i 1998

Kilde: Norges Bank

Figur 15 Omsetningen i det norske rentederivatmarkedet fordelt etter motpart. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

i april 2001. Dollar var involvert i 3 prosent av omsetningen i 2004 mot 4 prosent i 2001. Dollar hadde imidlertid en andel på 42 prosent av omsetningen i renteopsjoner i 2004, mens andelen i 2001 var 36 prosent. For renteopsjoner har imidlertid dollar en andel på 42 prosent av omsetningen i 2004, mens andelen i 2001 var 36 prosent. Euros andel av samlet omsetning i 2004 var nær null, mot 2 prosent i 2001.

Økt handel med utlandet

Handelen med rentederivater mot utlandet økte til hele 89 prosent av transaksjonsvolumet i april 2004 mot 55 prosent i april 2001. Andelen handel med utenlandsk rapportør har økt fra 48 prosent i 2001 til 72 prosent i 2004. Handelen mellom norske rapportører utgjorde i april 2004 bare 2 prosent av all derivathandel mot 17 prosent i 2001 (jf. figur 15).

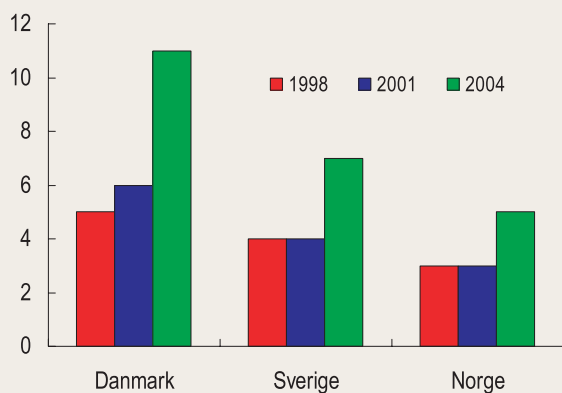
Andre utenlandske finansinstitusjoner har økt sin andel fra 7 prosent i april 2001 til 17 prosent i 2004, mens andre norske finansinstitusjoner har redusert sin andel fra 23 prosent i 2001 til 5 prosent i 2004. Totalt var andre finansinstitusjoner motpart i 22 prosent av rentederivathandelen i 2004-undersøkelsen, dette var en nedgang på 30 prosent fra 2001.

I april 2004 var 4 prosent av det samlede transaksjonsvolumet for rentederivater knyttet til handel med norske og internasjonale kunder utenom finansiell sektor. Denne andelen har falt siden 1998.

Sterk vekst i rentederivatmarkedet i de skandinaviske landene

Figur 16 viser utviklingen i omsetningen av rentederivater i de tre skandinaviske landene siden 1998. I likhet med Norge hadde også Sverige og Danmark en kraftig økning i den gjennomsnittlige dagsomsetningen av rentederivater fra april 2001 til april 2004. Omsetningen økte fra 6 til 11 milliarder dollar i Danmark og fra 4 til 7

Figur 16 Omsetning av rentederivater pr. bankdag i april for nordiske land. Mrd. USD



Kilde: BIS og sentralbankene

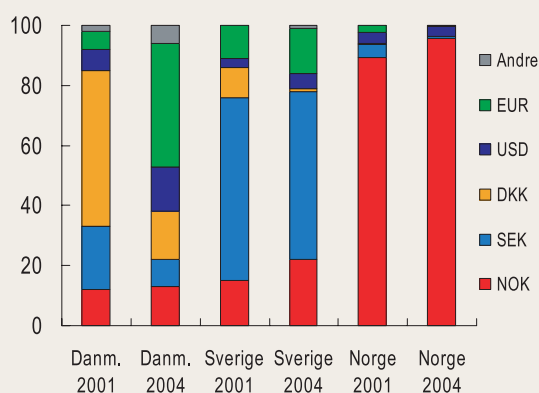
milliarder dollar i Sverige. Prosentvis økte omsetningen med 83 prosent i Danmark og med 75 prosent i Sverige.

Sterk vekst i handelen med rentebytteavtaler i alle skandinaviske land

I alle de skandinaviske landene økte rentebytteavtaler sin andel av handelen med rentederivater. Mest markant var denne økningen i Danmark, hvor rentebytteavtalers andel av handelen økte fra 27 prosent i april 2001 til 67 prosent i april 2004. I Sverige økte rentebytteavtalers andel av handelen fra 13 til 34 prosent og i Norge fra 10 til 18 prosent. Målt i dollar økte handelen med rentebytteavtaler i Danmark med 475 prosent. Tilsvarende økning for Sverige og Norge var henholdsvis 604 prosent og 228 prosent.

Andelen av handelen med fremtidige renteavtaler falt i alle de skandinaviske landene. Størst var reduksjonen i Danmark, hvor fremtidige renteavtaler hadde en andel på 71 prosent i 2001 mot 27 prosent i 2004, en nominell nedgang i omsetningen på 65 prosent. Selv om andelen

Figur 18 Omsetning av rentederivater i Danmark, Sverige og Norge fordelt etter valuta. Prosentandeler



Kilde: Sentralbankene

av fremtidige renteavtaler gikk ned fra 89 til 77 prosent i Norge og fra 85 til 64 prosent i Sverige, så var det en økning i den nominelle omsetningen i begge landene.

Renteopsjoner har fortsatt en liten, men økende andel av totalomsetningen i alle de skandinaviske landene. Danmark har en fordeling på transaksjonstyper som er nær den globale fordelingen, mens Sverige og Norge har en mye høyere andel av fremtidige renteavtaler.

Betydelig handel med rentederivater i norske kroner i Sverige og Danmark

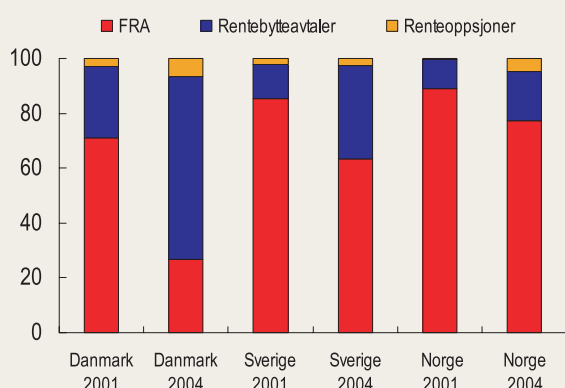
Figur 18 viser at valutafordelingen på rentederivatene er ganske forskjellig i de skandinaviske landene. Mens bankene i Norge stort sett handler rentederivater i norske kroner (96 prosent av all handel i april 2004), har både Danmark og Sverige en betydelig andel med handel i annen valuta enn den nasjonale. I Danmark økte andelen av handelen i euro fra 6 til 41 prosent fra april 2001 til april 2004, mens andelen av handel med danske kroner falt fra 52 til 16 prosent. Dette forklares med økt sammenheng mellom rentene i Danmark og rentene i eurolandene.¹⁰ Danske kroners andel av handelen falt også i Sverige, fra 16 til 1 prosent. Svenske kroners andel av handelen i Sverige falt fra 61 til 56 prosent, mens andelen av handelen med euro økte fra 11 til 15 prosent og andelen dollar fra 3 til 5 prosent.

Rentederivater i norske kroner har også en betydelig andel av handelen både i Sverige og i Danmark. Andelen av handel i norske kroner økte fra 12 til 13 prosent i Danmark og fra 15 til 22 prosent i Sverige. Andelen av handel med rentederivater i svenske og danske kroner i Norge var minimal (henholdsvis 0,7 og 0,1 prosent) i april 2004.

Økt handel med utlandske finansielle motparter i alle de skandinaviske landene

Figur 19 viser at i alle de skandinaviske landene økte andelen av handel med utenlandske finansielle motpar-

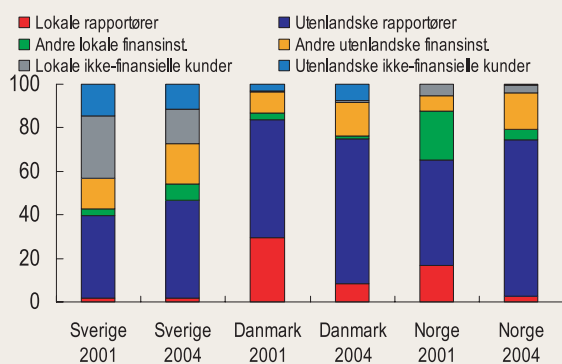
Figur 17 Rentederivatomsetningen i Danmark, Sverige og Norge fordelt etter transaksjonstype. Prosentandeler



Kilde: Sentralbankene

¹⁰ Drejer og Hove (2004)

Figur 19 Omsetningen i det nordiske rentederivatmarkedet fordelt etter motpart. Prosentandeler



Kilde: Sentralbankene

ter. Det er særlig andelen handel med utenlandske rapportører som øker, men også andelen handel med andre utenlandske finansinstitusjoner har en markert vekst i alle de skandinaviske landene. Norge er det landet som har høyest økning i disse andelen (se avsnitt om norske motparter).

I Danmark har handelen med utenlandske rapportører som motpart økt sin andel fra 54 prosent i april 2001 til 67 prosent i april 2004, mens andelen av handelen med andre utenlandske finansinstitusjoner har økt fra 10 til 15 prosent. Handelen med lokale rapportører har i Danmark fått redusert sin andel fra 30 prosent til 8 prosent.

Sverige skiller seg ut fra de to andre landene ved at andelen handel med lokale rapportører allerede i april 2001 var nede i 2 prosent, og denne andelen var på omtrent samme nivå i april 2004. Andelen handel med andre lokale finansinstitusjoner har økt fra 3 prosent i 2001 til 8 prosent i 2004. I Sverige økte handel med utenlandske rapportører sin andel fra 38 til 45 prosent, mens handel med andre utenlandske finansinstitusjoner økte sin andel fra 14 til 18 prosent.

Sverige er fortsatt det skandinaviske landet som har høyest andel handel med ikke finansielle motparter, selv om andelen ble redusert betydelig fra april 2001 til april 2004. Danmark er det eneste av landene som har hatt en økning av andelen handel med ikke-finansielle motparter, mens Norge har hatt en liten reduksjon.

Sammenfatning

Omsetningen i rentederivatmarkedet i Norge økte noe mindre enn den globale omsetningen i rentederivatmarkedet fra april 2001 til april 2004. Omsetningsøkningen i Norge var på linje med veksten i de andre skandinaviske landene. Veksten i rentederivatmarkedet var betydelig større enn veksten i valutamarkedet.

I Norge økte omsetningen i alle de tre transaksjonsty-

pene i april 2004 sammenlignet med tidligere undersøkelser. Selv om fremtidige renteavtaler reduserte sin andel av omsetningen i rentederivatmarkedet, er det fortsatt det mest handlede instrumentet.

De norske rapportørenes handel med utlandet økte fra en andel på 55 prosent i 2001 til en andel på 89 prosent i 2004. Majoriteten av denne handelen foregikk mot utenlandske rapportører.

I den globale undersøkelsen var det en sterk økning i handel med rentederivat denominert i dollar. I den norske delen av undersøkelsen befestet derimot norske kroner sin posisjon som den dominerende valutaen i rentederivat. Norge skiller seg her fra både Sverige og Danmark, hvor det er en større andel handel i rentederivat basert på utenlandske valutaer.

Referanser

Publikasjoner fra BIS

BIS (1993): «Central bank survey of foreign exchange market activity in April 1992», Basel, Bank for International Settlements.

BIS (1996): «Central bank survey of foreign exchange market activity in April 1995», Basel, Bank for International Settlements.

BIS (1999): «Central bank survey of foreign exchange market activity in April 1998», Basel, Bank for International Settlements.

BIS (2001): «Central bank survey of foreign exchange market activity in April 2001», Basel, Bank for International Settlements

BIS (2004): «Triennial Central bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004», Basel, Bank for International Settlements. March 2005.

Galati, G. and M. Melvin (2004): «Why has FX trading surged? Explaining the 2004 triennial survey», *BIS: Quarterly Review*, December 2004, 67–74, Basel, Bank for International Settlements.

Publikasjoner fra Norges Bank

Svor, Anders (1992): «Omsetningen i valutamarkedet – en undersøkelse våren 1992», *Penger og Kreditt* 4/1992, 233–240, Oslo, Norges Bank.

Sturød, Marianne (1995): «Valuta- og derivatundersøkelse våren 1995», *Penger og Kreditt* 4/1995, 285–296, Oslo, Norges Bank.

Jacobsen, Thomas (1998): «BIS treårige undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene 1998», *Penger og Kreditt* 4/1998, 556–567, Oslo, Norges Bank.

Weme, Sindre (2001): «BIS treårige undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene 2001», *Penger og Kreditt* 4/2001, 206–215, Oslo, Norges Bank.

Nordiske sentralbanker

Danmarks Nationalbank (2004): «Undersøgelse af omsætningen på det danske valuta- og derivatmarked i april 2004». Statistik – publikationer, Særlige opgørelser: <[http://www.nationalbanken.dk/DNDK/-Publikationer.nsf/side/BIS20040928SO/\\$file/bis20040928so.pdf](http://www.nationalbanken.dk/DNDK/-Publikationer.nsf/side/BIS20040928SO/$file/bis20040928so.pdf)>

Drejer, Peter Askjær og Vibeke Buur Hove (2004): «Omsætning på valuta- og derivatmarkedene i april 2004». *Kvartalsoversigt* 4. kvartal 2004, s 83-91, Danmarks Nationalbank.

Finlands Bank (2004): «Survey of foreign exchange and derivatives activity, Spring 2004». Pressmeddelande 28. september 2004

Sveriges riksbank (2004): «Riksbankens undersökning av omsättningen på valuta- och derivatmarknaden i Sverige». Pressmeddelande 28. september 2004

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.

Rapporter/Publikasjoner

Inflasjonsrapport 1/2005 (16. mars 2005)

IMFs vurdering av norsk økonomi – lenke til IMFs foreløpige rapport (15. mars 2005)

Forventningsundersøkelse 1. kvartal 2005 (9. mars 2005)

Årsrapport for Statens petroleumsfond 2004 (1. mars 2005)

Prinsipper for eierskapsutøvelse og ivaretagelse av finansielle verdier (12. januar 2005)

Economic bulletin 4/2004 (17. desember 2004)

Penger og Kreditt 4/2004 (10. desember 2004)

Taler, foredrag og kronikker

Bra penningpolitikk för regional utveckling, hur ser den ut? Innlegg av sentralbanksjef Svein Gjedrem på symposium "Gränslösa samtal", Karlstad, Sverige (9. mars 2005)

Økonomiske perspektiver. Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte – Årstalen. (17. februar 2005)

Nobelprisen til Kydland og Prescott. Kronikk av sentralbanksjef Svein Gjedrem i NHH Silhuetten. (4. februar 2005)

Grunnlag for inflasjonsstyring. Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Berge på Samfunnsøkonomenes Forenings Valutaseminar på Sanderstølen (21. januar 2005)

Pengepolitikken virker. Kronikk av sentralbanksjef Svein Gjedrem i Aftenposten (3. januar 2005)

Brev og uttalelser avgitt av Norges Bank

Høring - Nye børsregler om opptak av aksjer og obligasjoner samt løpende forpliktelser for utstedere. (Norges Banks brev av 10. mars 2005 til Oslo Børs)

Høring - forskrift om Verdpapirforetakenes sikringsfond. (Norges Banks brev av 9. mars 2005 til Finansdepartementet)

Høring - forslag til endringer i lov om foretakspensjon og innskuddspensjonsloven. (Norges Banks brev av 3. mars 2005 til Finansdepartementet)

Høring - utkast til endringer i børsforskriften - gjennomføring av markedsmisbruksdirektiv mv. (Norges Banks brev av 1. mars 2005 til Finansdepartementet)

Høring - forskrifter om kontroll med børsnoterte foretaks finansielle rapportering og om klagenemnder for vedtak under kontrollordningen og revisortilsynet. (Norges Banks brev av 16. februar 2005 til Finansdepartementet)

Høring – utredning nr. 12 fra Banklovkommisjonen. (Norges Banks brev av 22. desember 2004 til Finansdepartementet)

Endringer i Norges Banks depotstruktur – høring. (Norges Banks brev av 10. desember 2004 til Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) og Sparebankforeningen)

Videooverføringer

Hovedstyrets rentebeslutning. Pressekonferanse (16. mars 2005)

Statens petroleumsfond. Årsrapport 2004. Pressekonferanse (1. mars 2005)

Økonomiske perspektiver – årstalen (17. februar)

Hovedstyrets rentebeslutning. Pressekonferanse (2. februar 2005)

Hovedstyrets rentebeslutning. Pressekonferanse (15. desember 2004)

Pressemeldinger

Petroleumsfondets avkastning 8,9 prosent i 2004 (1. mars 2005)

Penge- og kredittstatistikk (28. februar 2005)

Norges Banks valutakjøp til Statens petroleumsfond i mars 2005 (28. februar 2005)

Norges Banks regnskap for 2004 (17. februar 2005)

Norges Bank holder renten uendret på 1,75 prosent (2. februar 2005)

Norges Banks valutakjøp til Statens petroleumsfond i februar 2005 (31. januar 2005)

Penge- og kredittstatistikk (31. januar 2005)

Norges Banks valutakjøp til Statens petroleumsfond i januar 2005 (30. desember 2004)
Penge- og kredittstatistikk (30. desember 2004)
Norges Bank holder renten uendret på 1,75 prosent (15. desember 2004)
Penger og Kreditt nummer 4/2004 (10. desember 2004)

Rundskriv

Nr. 7 Auksjonskalendere og opplegg for statspapirene (16. desember 2004)

Working Papers og Staff Memo

SM 1/2005. *Tom Bernhardsen*: The neutral real interest rate
WP 1/2005. *Q. Farooq Akram*: Efficient consumption of revenues from natural resources – An application to Norwegian petroleum revenues
WP 22/2004. *Solveig K. Erlandsen og Ragnar Nymoen*: Consumption and population age structure
WP 21/2004. *Øyvind Eitrheim og Solveig K. Erlandsen*: House prices in Norway 1819–1989
WP 20/2004. *Roger Hammersland*: Who was in the driving seat in Europe during the nineties, International financial markets or the BUBA?
WP 19/2004. *Roger Hammersland*: The degree of independence in European goods markets: An I(2) analysis of German and Norwegian trade data
WP 18/2004. *Egil Matsen, Tommy Sveen og Ragnar Torvik*: Savers, spenders and fiscal policy in a small open economy

Annet

Oppsummeringer fra regionalt nettverk (17. mars 2005)
Finansforetak, tall for 4. kvartal 2004 (7. mars 2005)
Årstalen – om arrangementet, og litt historikk (17. februar 2005)
Figurer til hovedstyrets rentemøte (2. februar 2005)
Resultat av auksjon i statsobligasjonslån (24. januar 2005)
Publiseringen av statistikk over valutastrømmer stanses 24. januar 2005 (17. januar 2005)
Prinsipper for å ivareta finansielle verdier (12. januar 2005)
Om utlegging av auksjoner i statsobligasjoner og statskasseveksler (3. januar 2005)
Oppsummeringer fra regionalt nettverk (16. desember 2005)
Figurer til hovedstyrets rentemøte (15. desember 2005)

Oversikt over virkemiddelbruk overfor bankene

Oppstillingen under 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. 14. mars 2005.

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

Periode	D-lån mrd.kr. ¹	F-lån mrd.kr. ¹	nominell rente ²	F-innskudd mrd.kr. ¹	nominell rente ²	Folioinnskudd mrd.kr. ¹
2003						
Juni	-	-	-	-	-	24,4
Juli	-	-	-	-	-	38,4
August	-	-	-	-	-	33,5
September	-	-	-	-	-	38,1
Oktober	0,1	8,1	2,61	-	-	14,3
November	0,1	10,9	2,56	-	-	19,7
Desember	-	15,0	2,43	-	-	19,4
2004						
Januar	-	2,7	2,31	-	-	24,5
Februar	-	-	-	-	-	24,9
Mars	-	1,9	1,78	-	-	29,4
April	-	40,9	1,79	-	-	16,1
Mai	-	49,4	1,79	-	-	18,8
Juni	-	44,7	1,83	-	-	18,9
Juli	-	15,9	1,85	-	-	18,5
August	-	14,4	1,81	-	-	17,2
September	-	1,6	1,83	-	-	24,3
Oktober	-	31,0	1,82	-	-	18,2
November	-	24,7	1,78	-	-	17,9
Desember	-	-	-	-	-	27,0
2005						
Januar	-	-	-	-	-	44,0
Februar	-	-	-	-	-	38,9

¹⁾ Gjennomsnitt av daglige observasjoner, mrd. kroner.

²⁾ Gjennomsnitt tildelingsrente. Veid gjennomsnitt for alle F-lån / F-innskudd som løp i perioden.

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 holandsk auksjon.

For 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 2005

Kalenderen for 2005 vil i hovedsak følge opplegget som er fulgt de siste årene. Det tas sikte på å avholde 14 auksjoner av statskasseveksler og 5 auksjoner av statsobligasjoner i 2005.

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. For 2005 gjelder følgende tidsplan for auksjoner av statspapirer:

Statskasseveksler

Offentliggjøring kl. 12.00:	Auksjon kl. 11.00:	Oppgjør kl. 07.00:
05.01.05	10.01.05	12.01.05
25.02.05	02.03.05	04.03.05
09.03.05	14.03.05	16.03.05
30.03.05	04.04.05	06.04.05
28.04.05	03.05.05	06.05.05
26.05.05	31.05.05	02.06.05
08.06.05	13.06.05	15.06.05
29.06.05	04.07.05	06.07.05
31.08.05	05.09.05	07.09.05
14.09.05	19.09.05	21.09.05
07.10.05	12.10.05	14.10.05
02.11.05	07.11.05	09.11.05
30.11.05	05.12.05	07.12.05
14.12.05	19.12.05	21.12.05

Statsobligasjoner

Offentliggjøring kl. 12.00:	Auksjon kl. 11.00:	Oppgjør kl. 07.00:
17.01.05	24.01.05	27.01.05
31.03.05	07.04.05	12.04.05
30.05.05	06.06.05	09.06.05
10.10.05	17.10.05	20.10.05
21.11.05	28.11.05	01.12.05

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. håndsmarkedet 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. håndsmarkedet 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

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

Norges Bank publiserer løpende mer detaljert statistikk på sine **internettsider** www.norges-bank.no. Bankens statistikkalender, som viser publiseringsstidspunktene fremover, publiseres kun på dette nettstedet.

Balanseutdrag for finansielle foretak

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

	31.12.2003	31.10.2004	30.11.2004	31.12.2004	31.01.2005
EIENDELER					
Utenlandske fordringer	250 975	252 022	268 568	268 399	284 663
Internasjonale reserver	250 941	251 919	268 524	268 360	284 627
Andre fordringer	33	103	44	39	35
Plasseringer for Statens petroleumsfond	844 587	984 467	997 912	1 015 471	1 070 462
Innenlandske fordringer og anleggsmidler	39 195	53 177	26 609	3 995	4 320
Verdipapirer	23 281	22 953	23 109	0	0
Utlån	12 552	27 490	506	494	497
Andre fordringer	1 901	1 056	1 317	1 815	2 145
Varige driftsmidler	1 461	1 391	1 389	1 395	1 387
Gullsamling		287	287	291	291
Kostnader	174 151	39 436	42 378	0	34 344
SUM EIENDELER	1 308 907	1 329 102	1 335 466	1 287 865	1 393 789
GJELD OG EGENKAPITAL					
Utenlandsk gjeld	51 963	57 647	64 604	51 167	73 811
Innskudd	256	1 014	1 257	309	620
Innlån	49 776	54 607	61 428	48 993	71 316
Annen gjeld	267	418	349	289	254
Motverdi av spesielle trekkrettigheter IMF	1 664	1 608	1 571	1 575	1 620
Innskudd Statens petroleumsfond	844 587	984 467	997 912	1 015 471	1 070 462
Innenlandsk gjeld	191 993	201 647	186 208	173 925	161 148
Sedler og mynt i omløp	46 249	43 232	43 902	47 595	45 175
Innskudd fra statskassen	108 586	135 531	125 114	88 816	76 368
Øvrige innskudd	28 343	18 076	11 373	37 158	39 256
Innlån	8 229	4 234	5 089	0	48
Annen gjeld	586	575	731	356	301
Egenkapital	46 213	43 483	43 483	47 302	47 302
Kursreguleringer	123 469	-15 926	-19 776	0	36 870
Inntekter	50 682	57 785	63 035	0	4 196
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	1 308 907	257 111	248 511	223 161	233 038
Forpliktelser					
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	275	275	275	258	258
Internasjonale reserver:					
Derivater og terminkontrakter solgt	53 004	100 082	96 381	83 020	100 641
Derivater og terminkontrakter kjøpt	55 485	104 436	104 207	87 931	99 513
Statens petroleumsfond:					
Derivater og terminkontrakter solgt	236 920	438 583	502 930	534 611	607 293
Derivater og terminkontrakter kjøpt	248 582	445 943	525 038	526 161	573 522
Rettigheter ¹⁾					
Internasjonale reserver:					
Opsjoner solgt	646	2 327	1 293	341	223
Opsjoner kjøpt	647	2 484	1 638	598	3 149
Statens petroleumsfond:					
Opsjoner solgt	4 324	15 579	29 618	2 232	1 093
Opsjoner kjøpt	4 331	16 616	10 914	3 992	14 371

¹⁾ 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	31.10.2004	30.11.2004	31.12.2004	31.01.2005
Gull	3 142	0	0	0	0
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 237	1 929	1 909	2 181	1 962
Reserveposisjon i IMF	6 641	5 513	5 385	5 250	5 350
Lån til IMF	703	566	547	535	539
Bankinnskudd - utlån utenlandske banker	92 681	73 818	79 456	77 923	77 087
Utenlandske statskasseveksler	744	129	1 916	112	615
Utenlandske statssertifikater	107	0	0	0	95
Utenlandske sertifikater	1 315	755	1 037	928	949
Utenlandske ihendehaverobligasjoner ¹⁾	109 063	121 515	131 947	126 733	146 355
Utenlandske aksjer	33 566	52 217	52 915	54 500	56 154
Opptjente, ikke forfalte renter og kortsiktige fordringer	742	-4 523	-6 587	199	-4 479
Totalt	250 941	251 919	268 525	268 361	284 627

¹⁾ Inkluderer obligasjoner underlagt gjenkjøpsavtaler.

Kilde: Norges bank

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

	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 542	2 252	2 396	2 497	2 754
Utlån i alt	191 220	189 541	189 393	189 623	189 572
Herav:					
Til publikum ¹⁾	188 541	186 850	186 607	186 585	186 543
Fordringer på Stats- og trygdeforvaltningen	-	-	-	-	-
Andre eiendeler	4 844	5 883	4 700	5 557	3 878
Eiendeler i alt	198 606	197 676	196 489	197 677	196 204
Ihendehaverobligasjonslån	25	24	20	20	16
Herav:					
I norske kroner	25	24	20	20	16
I utenlandsk valuta	-	-	-	-	-
Andre lån	189 764	188 204	188 341	188 139	187 718
Herav:					
Fra stats- og trygdeforvaltningen	189 764	188 204	188 341	188 139	187 718
Annen gjeld mv.	5 455	6 081	5 064	5 736	4 767
Aksjekapital, fond mv.	3 362	3 367	3 064	3 782	3 703
Gjeld og egenkapital i alt	198 606	197 676	196 489	197 677	196 204

¹⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 4. Banker. Balanse (Mill. kroner)¹⁾

	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004
Kassebeholdning	4 980	4 157	4 633	4 390	4 649
Innskudd i Norges Bank	26 784	27 772	18 046	29 768	37 017
Innskudd i norske banker	19 982	23 586	32 390	21 230	18 383
Innskudd i utenlandske banker	56 636	43 252	54 376	25 867	27 174
Statssertifikater	7 288	7 170	7 280	5 074	6 451
Andre sertifikater	7 394	4 695	13 626	11 759	8 429
Statsobligasjoner mv. ²⁾	5 529	7 070	7 300	7 862	6 858
Andre ihendehaverobligasjoner	105 734	108 253	117 961	118 235	125 075
Lån til utlandet	51 186	52 883	61 235	52 597	51 570
Utlån til publikum	1 186 014	1 212 904	1 245 327	1 277 267	1 303 674
Herav:					
I utenlandsk valuta	85 731	88 128	85 142	82 131	72 915
Utlån til finansieringsforetak og forsikring mv. ³⁾	108 890	120 103	125 617	92 022	92 839
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	139	546	706	713	636
Andre eiendeler ⁴⁾	143 072	162 244	145 233	149 879	126 727
Eiendeler i alt	1 723 628	1 774 635	1 833 730	1 796 663	1 809 482
Innskudd fra publikum	786 055	798 519	834 449	813 423	844 790
Herav:					
I utenlandsk valuta	24 001	27 405	29 771	28 727	29 028
Innskudd fra norske banker	21 756	27 284	32 924	21 254	18 927
Innskudd fra finansieringsforetak og forsikring mv. ²⁾	47 767	50 318	51 384	53 165	53 008
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltn. og statlige låneinst.	10 090	8 423	8 305	8 008	6 198
Innlån i form av banksertifikater	70 673	71 972	73 819	77 116	77 938
Lån og innskudd fra Norges Bank	19 995	6 816	18 745	5 502	5 275
Lån og innskudd fra utlandet	220 247	235 694	246 385	226 177	222 297
Annen gjeld	435 033	463 035	451 220	471 127	455 286
Aksje-/grunnfondskapital	28 530	31 276	31 708	31 714	31 767
Avsetninger, fond mv.	76 999	77 682	77 857	78 125	79 526
Nettoinntekt	6 483	3 616	6 934	11 052	14 470
Gjeld og egenkapital i alt	1 723 628	1 774 635	1 833 730	1 796 663	1 809 482
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	193 506	186 196	206 172	175 553	156 612
Gjeld overfor utlandet	467 134	501 660	504 876	492 533	463 502

¹⁾ Omfatter forretnings- og sparebanker.²⁾ Inkl. statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av låneinstitutter.³⁾ Omfatter kredittforetak, finansieringsselskaper, liv- og skadeforsikring samt finansielle hjelpeforetak mv.⁴⁾ Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall) samt utlån og andre fordringer som ikke er spesifisert over.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 5. Banker.¹⁾ Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer²⁾ (Mill. kroner)

	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl.kommuneforetak	8 095	9 304	9 234	8 913	7 873
Ikke-finansielle foretak ³⁾	356 382	358 150	360 523	363 014	357 567
Husholdninger ⁴⁾	821 537	845 450	875 570	905 340	938 233
Utlån til publikum i alt	1 186 014	1 212 904	1 245 327	1 277 267	1 303 674
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl.kommuneforetak	38 484	41 849	43 031	37 093	41 169
Ikke-finansielle foretak ³⁾	234 285	233 651	235 336	235 285	261 619
Husholdninger ⁴⁾	513 286	523 019	556 083	541 045	542 002
Innskudd fra publikum i alt	786 055	798 519	834 449	813 423	844 790

¹⁾ Omfatter forretnings- og sparebanker.²⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.³⁾ Omfatter private selskap med begrenset ansvar mv. og statlig eide foretak.⁴⁾ Omfatter personlige foretak, personlig næringsdrivende og lønntakere mv.

Tabell 6. Kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)

	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 926	3 519	3 084	4 699	2 265
Sertifikater	970	852	2 166	3 366	4 288
Statsobligasjoner mv. ¹⁾	1 296	680	1 122	1 606	137
Andre ihendehaverobligasjoner	53 979	58 051	60 538	59 585	53 788
Utlån til:					
Finansielle foretak	36 617	41 048	41 311	43 542	47 222
Publikum ²⁾	210 435	216 425	222 139	225 171	236 800
Andre sektorer	9 195	9 224	9 443	9 115	9 188
Andre eiendeler ³⁾	6 180	9 462	7 623	5 090	6 475
Eiendeler i alt	321 598	339 261	347 426	352 174	360 163
Sertifikater	32 440	32 757	26 303	26 755	7 123
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ⁴⁾	57 544	56 761	53 665	53 468	55 764
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ⁴⁾	110 490	122 970	135 009	136 285	159 559
Andre innlån	103 000	108 981	115 930	117 646	119 498
Egenkapital	12 273	12 571	12 889	13 141	13 058
Annen gjeld	5 851	5 221	3 630	4 879	5 161
Sum gjeld og egenkapital	321 598	339 261	347 426	352 174	360 163

¹⁾ Inkl. statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av statlige låneinstitutter.

²⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

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

⁴⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 7. Finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004
Kassebeholdning og bankinnskudd	1 951	2 380	2 365	2 166	2 364
Sertifikater	103	141	129	134	0
Ihendehaverobligasjoner	0	0	0	0	44
Utlån ¹⁾ (brutto)	92 956	98 070	102 425	99 460	103 405
Herv:					
Utlån til publikum ²⁾ (netto)	89 039	93 313	96 524	94 650	98 264
Utlån til andre sektorer (netto)	3 700	4 540	5 671	4 559	4 916
Andre eiendeler ³⁾	2 599	2 679	3 022	2 387	2 377
Eiendeler i alt	97 609	103 270	107 941	104 147	108 190
Sertifikater	0	0	0	0	0
Ihendehaverobligasjonslån	533	533	533	657	657
Lån fra andre enn banker	11 826	12 461	12 706	12 472	12 298
Lån fra banker	70 994	74 688	78 033	74 981	79 243
Annen gjeld mv.	6 030	6 722	7 183	6 564	6 268
Kapital, fond mv.	8 226	8 866	9 486	9 473	9 724
Gjeld og egenkapital i alt	97 609	103 270	107 941	104 147	108 190

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

²⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

³⁾ Omfatter spes. og upes. tapsavsetninger (negative tall).

Kilde: Norges Bank

Tabell 8. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004
Kassebeholdning og bankinnskudd	21 557	21 252	20 000	23 191	27 693
Norske sertifikater	29 484	16 743	22 731	20 078	28 418
Utenlandske staskasseveksler og sertifikater	7 473	5 872	2 555	2 761	5 509
Norske ihendehaverobligasjoner	140 295	146 591	147 247	146 334	141 636
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	108 540	123 189	130 335	130 826	128 066
Norske aksjer, andeler, grunnfondsbevis, eierinteresser	47 853	55 122	50 139	61 116	66 196
Utenlandske aksjer, andeler, grunnfondbevis, eierinteresser	50 052	54 704	61 237	60 724	66 013
Utlån til publikum ¹⁾	20 628	20 263	19 737	18 379	18 241
Utlån til andre sektorer	676	711	685	651	625
Andre spesifiserte eiendeler	53 731	54 719	52 958	59 749	52 591
Eiendeler i alt	480 289	499 166	507 624	523 809	534 988

¹⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 9. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004
Kassebeholdning og bankinnskudd	7 583	7 095	8 179	5 854	5 856
Norske sertifikater	12 465	11 423	12 539	13 144	15 537
Utenlandske sertifikater	1 072	654	1 260	2 097	4 292
Norske ihendehaverobligasjoner	16 764	19 776	18 730	20 320	20 024
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	11 403	12 179	12 750	12 425	11 796
Norske aksjer, andeler, grunnfondsbevis, eierinteresser	7 863	8 653	8 734	9 182	9 584
Utenlandske aksjer, andeler, grunnfondbevis, eierinteresser	6 471	7 104	7 757	8 063	6 168
Utlån til publikum ¹⁾	1 285	1 308	1 287	1 338	1 396
Utlån til andre sektorer	206	203	207	201	239
Andre spesifiserte eiendeler	41 615	47 425	43 495	40 167	41 348
Eiendeler i alt	106 727	115 820	114 938	112 791	116 240

¹⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

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

	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004
Bankinnskudd	4 602	5 992	6 312	7 132	7 059
Statssertifikater mv. ¹⁾	5 855	4 158	4 772	4 131	3 887
Andre norske sertifikater	22 491	25 185	21 817	21 218	19 464
Utenlandske sertifikater	469	614	232	236	245
Statsobligasjoner mv. ²⁾	4 080	4 469	4 974	5 435	6 278
Andre norske obligasjoner	25 806	26 715	28 824	30 379	34 073
Utenlandske obligasjoner	5 180	6 752	6 859	6 950	7 232
Norske aksjer	23 326	28 871	32 242	32 627	33 617
Utenlandske aksjer	36 195	43 581	51 975	53 674	56 304
Andre eiendeler	3 394	3 718	4 038	4 157	4 334
Eiendeler i alt	131 399	150 056	162 044	165 937	172 492

¹⁾ Inkl. statssertifikater og sertifikater utstedt av statlige låneinstitutter.

²⁾ Inkl. statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av statlige låneinstitutter.

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

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

	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004
Stats- og trygdeforvaltningen	704	726	982	1 169	1 173
Banker	1 645	1 844	684	676	625
Andre finansforetak	16 204	25 921	26 364	27 048	28 511
Kommuneforvaltning og -foretak	10 775	12 944	11 998	12 413	12 899
Andre foretak	23 607	27 869	27 436	28 161	29 621
Husholdninger	70 372	72 793	83 969	85 247	87 328
Utlandet	5 094	4 605	7 266	7 880	8 991
Andelskapital i alt	128 402	146 702	158 699	162 593	169 147

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

Verdipapirstatistikk

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

Eiersektorer	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004
Stats- og trygdeforvaltningen	228 580	279 981	312 837	313 479	330 408
Norges Bank	2	3	3	3	3
Statlige låneinstitutter	18	20	21	20	21
Banker		12 980	24 336	24 831	15 806
Sparebanker	3 350				
Forretningsbanker	10 731				
Forsikringsselskaper	23 254	27 214	29 197	29 701	32 226
Kredittforetak	30	7	7	7	7
Finansieringsselskaper	2	2	3	2	3
Verdipapirfond	26 280	31 769	34 870	35 122	36 659
Andre finansielle foretak	48 764	49 070	37 883	35 501	36 293
Kommuneforvaltning og -foretak	3 890	4 765	4 977	4 726	4 996
Statsforetak	6 677	6 755	8 282	8 731	7 188
Andre private foretak	143 478	145 887	156 172	162 929	168 838
Lønnstakere mv.	47 553	47 000	52 080	50 028	54 423
Andre husholdninger	1 981	2 234	2 445	2 365	2 632
Utlandet	209 647	228 064	250 851	271 278	316 727
Ufordelt	720	543	526	502	496
I alt	754 955	836 296	914 490	939 225	1 006 726

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004
Banker		27 512	29 983	30 146	30 140
Sparebanker	11 511				
Forretningsbanker	15 845				
Forsikringsselskaper	2 528	2 530	2 700	1 584	1 584
Kredittforetak	2 194	2 194	2 194	2 244	2 244
Finansieringsselskaper	5	5	5	5	5
Andre finansielle foretak	20 092	16 861	17 120	17 069	16 995
Kommuneforvaltning og -foretak	2	2	197	197	197
Statsforetak	18 268	18 273	18 277	18 277	17 945
Andre private foretak	45 814	45 220	45 511	45 588	47 199
Utlandet	5 422	5 224	6 296	7 206	7 250
Ufordelt	4	0	0	0	0
I alt	121 684	117 821	122 284	122 317	123 560

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 utstedersektorer¹⁾. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

3. kvartal 2004

	Kjøper -/selgersektorer																
	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.- forv. og -foretak	Stats- foret.	Andre private foretak	Lønns- tak.mv	Andre hush.	Ut- landet	Ufor- delt	I alt ²⁾
Utstedersektorer																	
Banker	2	0	0	147	-40	0	0	-141	74	-21	-1	-78	1	3	74	0	18
Forsikringsselsk.	0	0	0	0	-3	0	0	4	0	-11	0	5	4	0	1	0	0
Kredittforetak	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansieringsselsk.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre finansielle foretak	1 355	0	0	-971	-179	0	0	-1 134	556	-60	-1	-568	-760	-38	2 229	-6	422
Kommuneforv. og -foretak	0	0	0	1	5	0	0	13	0	-15	-1	-2	5	0	-8	1	0
Statsforetak	-18 190	0	0	1 467	176	0	0	66	-309	-61	552	-339	-425	-58	16 958	-2	-164
Andre priv. foretak	5 394	0	-4	3 995	514	0	0	458	-1 779	-76	-181	-3 927	1 547	51	11 802	41	17 835
Utlandet	-710	0	0	8 942	-788	0	0	-1 244	-937	-30	0	-385	-540	44	-1 952	-6	2 393
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	-12 149	0	-4	13 581	-315	0	0	-1 977	-2 397	-274	368	-5 294	-167	1	29 103	27	20 504

¹⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til marksverdi - salg til marksverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

²⁾ 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)

	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004
Stats- og trygdeforvaltningen	27 183	28 630	28 173	28 049	27 256
Norges Bank	8 275	6 549	8 884	7 571	7 963
Statlige låneinstitutter	141	126	122	105	101
Banker		83 504	82 415	90 254	92 251
Sparebanker	34 638				
Forretningsbanker	45 872				
Forsikringsselskaper	208 000	213 906	224 418	221 806	230 185
Kredittforetak	16 348	16 912	16 983	16 630	17 785
Finansieringsselskaper	63	61	127	110	135
Verdipapirfond	30 387	30 897	34 734	37 329	41 894
Andre finansielle foretak	8 245	5 231	5 877	8 042	9 119
Kommuneforvaltning og -foretak	22 801	23 283	22 187	22 943	23 979
Statsforetak	2 813	6 087	2 585	2 756	2 857
Andre private foretak	23 075	24 451	24 968	25 201	25 821
Lønnsstakere mv.	18 125	20 134	21 269	22 390	22 481
Andre husholdninger	6 436	6 933	6 990	7 448	7 804
Utlandet	74 887	78 992	78 628	77 176	72 241
Ufordelt	270	216	213	228	216
I alt	527 559	545 910	558 573	568 038	582 091

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004
Stats- og trygdeforvaltningen	149 395	152 392	157 946	157 012	159 945
Statlige låneinstitutter	169	148	144	123	119
Banker		159 244	163 638	174 496	180 675
Sparebanker	88 407				
Forretningsbanker	70 132				
Forsikringsselskaper	317	317	252	252	252
Kredittforetak	62 856	62 854	62 996	58 968	60 651
Finansieringsselskaper	500	500	500	500	625
Andre finansielle foretak	2 617	2 619	2 619	2 699	2 699
Kommuneforvaltning og -foretak	48 661	51 652	57 326	58 505	59 047
Statsforetak	32 415	32 721	29 215	33 107	33 404
Andre private foretak	38 999	40 220	34 085	36 035	34 898
Husholdninger	196	213	213	213	99
Utlandet	16 397	17 792	19 156	21 096	21 657
Ufordelt	0	0	0	0	0
I alt	511 059	520 673	528 090	543 006	554 072

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

65

Tabell 16. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2.håndsmarkedet av obligasjoner registrert i VPS fordelt etter kjøper-, selger- og utstedersektorer¹⁾. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

3. kvartal 2004

Utstedersektorer	Kjøper-/selgersektorer																I alt ²⁾
	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.- forv. og -foret.	Stats- foret.	Andre private foretak	Lønns- tak.mv	Andre hush.	Ut- landet	Ufor- delt	
Stats- og trygdeforvaltningen	-2 021	1 351	0	3 491	6 527	302	-3	2 113	-83	-157	10	183	14	472	-4 586	2	7 614
Statlige låneinstitutter	0	0	-25	-4	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-29
Banker	-285	0	0	2 849	8 971	1 085	41	5 975	1 622	578	86	198	1 505	394	-912	12	22 120
Forsikringsselskaper	0	0	0	-12	10	0	0	20	-25	0	0	12	0	0	-5	0	0
Kredittforetak	-121	0	0	1 023	-1 612	-493	1	13	-7	-200	-1	-356	-50	-20	233	-1	-1 593
Finansieringsselsk.	0	0	0	80	-44	0	0	21	0	-12	0	0	10	0	69	0	125
Andre finansielle foretak	0	0	0	-203	-405	0	0	-34	1 057	-68	0	-1	5	-56	-26	0	269
Kommuneforv. og -foretak	356	0	0	743	-1 441	17	-6	553	576	508	8	-234	-13	-24	-27	1	1 017
Statsforetak	460	0	0	1 856	1 667	51	0	254	203	-307	-3 194	35	17	101	-463	1	681
Andre private foretak	-311	0	0	-1 199	1 239	0	5	1 124	370	84	-52	1 322	64	-15	-543	-1	2 086
Husholdninger	0	0	0	0	-20	0	0	0	-26	0	0	-34	-6	-2	0	0	-88
Utlandet	3	0	0	454	1 884	0	39	1 037	161	125	1	302	583	32	-761	5	3 866
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	-1 920	1 351	-25	9 077	16 776	963	76	11 075	3 848	552	-3 143	1 427	2 128	883	-7 020	20	36 068

¹⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

²⁾ 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)**

	30.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004
Stats- og trygdeforvaltningen	9 257	1 443	1 744	1 379	1 812
Norges Bank	10 288	7 471	6 689	10 232	10 117
Statlige låneinstitutter	0	0	0	0	0
Banker		16 439	13 355	19 510	17 117
Sparebanker	3 924				
Forretningsbanker	12 333				
Forsikringsselskaper	58 291	53 719	44 357	46 338	43 489
Kredittforetak	3 247	1 778	2 139	2 710	3 145
Finansieringsselskaper	36	41	17	17	3
Verdipapirfond	28 802	29 881	26 993	25 364	23 781
Andre finansielle foretak	3 695	3 286	4 264	5 411	4 158
Kommuneforvaltning og -foretak	2 296	2 031	2 146	1 826	2 022
Statsforetak	4 293	6 473	5 284	2 563	4 348
Andre private foretak	3 676	3 761	5 049	2 064	2 276
Lønnskakere mv	237	160	41	37	17
Andre husholdninger	1 152	1 293	889	852	880
Utlandet	9 249	10 423	10 058	9 192	6 533
Ufordelt	0	0	0	0	0
I alt	150 775	138 200	123 024	127 495	119 698

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 18. Utestående sertifikatgjeld¹⁾. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004
Stats- og trygdeforvaltningen	68 013	62 332	66 426	61 051	66 000
Fylkeskommuner	404	574	694	694	554
Kommuner	5 468	5 531	5 251	5 257	4 601
Statlige låneinstitutter	0	0	0	0	0
Banker	42 602	38 203	44 213	41 715	40 050
Forretningsbanker	7 713	.	.	.	.
Sparebanker	34 889	.	.	.	.
Kredittforetak	5 843	3 260	1 317	997	3 322
Finansieringsselskaper	0	0	0	0	0
Andre finansielle foretak	19	19	19	19	0
Statsforetak	2 860	2 510	2 310	2 225	1 825
Kommuneforetak	6 276	6 326	5 681	6 066	6 987
Private foretak	6 674	6 299	8 062	6 966	6 486
Utlandet	3 493	3 723	2 000	2 600	2 700
I alt	141 652	128 777	135 973	127 590	132 525

¹⁾ 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 ⁴⁾	
	K2 ¹⁾	K3 ²⁾	M2 ³⁾	K2 ¹⁾	K3 ²⁾	M2 ³⁾	K2	M2
desember 1995	936,0	1 081,5	530,3	4,9	4,9	6,0	5,4	1,3
desember 1996	992,5	1 166,0	564,4	6,0	5,7	6,4	7,8	4,6
desember 1997	1 099,1	1 309,6	578,5	10,2	10,4	1,8	10,2	3,0
desember 1998	1 192,8	1 461,4	605,3	8,3	12,6	4,4	6,5	5,4
desember 1999	1 295,0	1 620,9	670,1	8,4	8,6	10,5	10,0	8,4
desember 2000	1 460,9	1 842,4	731,8	12,3	11,2	8,8	12,2	7,3
desember 2001	1 608,2	2 010,3	795,4	9,7	7,8	9,3	9,3	10,5
desember 2002	1 724,9	2 098,7	855,3	8,9	7,9	8,3	10,1	9,0
oktober 2003	1 828,7	2 236,9	868,9	7,6	6,5	2,8	7,4	2,6
november 2003	1 841,4	2 235,4	856,9	7,0	5,8	3,3	7,5	2,8
desember 2003	1 846,5	2 230,7	873,1	6,8	5,5	1,9	7,3	1,5
januar 2004	1 863,4	2 259,9	880,3	6,8	5,4	1,3	7,0	1,4
februar 2004	1 874,2	2 274,2	877,2	7,0	5,5	2,0	7,1	2,0
mars 2004	1 882,4	2 274,3	886,7	7,1	5,6	3,7	7,2	6,6
april 2004	1 894,4	2 296,1	883,8	7,2	5,6	4,6	7,7	10,5
mai 2004	1 909,0	2 304,8	889,6	7,1	5,6	4,6	8,2	11,5
juni 2004	1 930,3	2 332,9	919,3	7,5	5,7	5,6	8,6	8,0
juli 2004	1 937,2	2 347,1	912,4	7,7	6,3	4,8	8,5	4,6
august 2004	1 947,1	2 339,9	897,6	7,7	5,7	3,7	8,5	3,1
september 2004	1 961,1	2 371,0	902,3	8,0	6,1	5,6	8,9	2,9
oktober 2004	1 976,0	2 381,5	906,3	8,3	6,2	4,6	9,8	9,6
november 2004	1 991,5	2 386,6	932,6	8,4	6,6	9,2	10,4	12,1
desember 2004	2 004,5		936,5	8,8		7,6	10,1	14,5
januar 2005	2 017,9		940,9	8,9		7,2		

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

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

³⁾ M2 = Pengemengde (se noter til tabell 21).

⁴⁾ Sesongjusterte tall

Kilde : Norges Bank

Tabell 20. Innenlandsk kreditt til publikum¹⁾ etter kilde. Beholdningstall i mill.kroner. Vekst siste 12 mndr. i prosent.

	31.12.2002		31.12.2003		31.12.2004		31.01.2005	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker	1 097 144	8,2	1 185 722	7,8	1 303 640	10,0	1 315 166	10,1
Statlige låneinstitutter	185 932	5,3	188 593	1,4	186 542	-1,1	189 213	0,3
Kredittforetak	182 006	10,9	210 326	15,3	236 799	13,0	238 534	13,0
Finansieringsselskaper	83 234	9,9	89 257	7,0	98 263	14,9	94 907	13,1
Livsforsikringsselskaper	23 124	-5,5	20 628	-10,8	18 241	-11,6	18 240	-11,1
Pensjonskasser og -fond	3 936	5,2	3 295	-16,3	3 295	0,0	3 295	0,0
Skadeforsikringsselskaper	926	-0,9	1 285	38,8	1 396	8,6	1 400	8,5
Obligasjonsgjeld ²⁾	107 399	19,8	114 147	6,3	123 801	8,5	123 620	6,6
Sertifikatgjeld	26 145	10,1	19 614	-25,0	20 067	2,3	21 114	-1,0
Andre kilder	15 036	33,1	13 646	-9,2	12 426	-8,9	12 460	-7,3
Sum innenlandsk kreditt (K2) ³⁾	1 724 882	8,9	1 846 513	6,8	2 004 470	8,8	2 017 949	8,9

¹⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger.

²⁾ Korrigert for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

³⁾ 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	(M1) ¹⁾	Andre innskudd ²⁾	Bank- sertifikater	(M2) ³⁾	Endring siste 12 mndr. i M2 i alt
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
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	391 151	429 453	428 562	25 775	883 790	39 269
mai 2004	43 162	393 995	432 802	425 358	31 404	889 564	38 834
juni 2004	43 704	428 193	467 793	419 011	32 459	919 263	48 235
juli 2004	43 735	422 117	461 620	419 108	31 643	912 371	41 477
august 2004	43 191	406 141	445 281	421 549	30 792	897 622	30 452
september 2004	43 103	409 565	448 700	422 173	31 435	902 308	47 011
oktober 2004	43 232	414 667	453 881	419 012	33 377	906 270	37 350
november 2004	43 902	421 022	461 052	431 965	39 535	932 552	75 618
desember 2004	47 595	430 092	473 432	423 193	39 902	936 527	63 388
januar 2005	45 175	429 682	470 736	433 298	36 838	940 872	60 610

¹⁾ Det smale pengemengdebegrepet (M1) omfatter pengeholdene sektors beholdning av norske sedler og mynter

samt sektorens innestående på transaksjonskonti i Norges Bank, forretnings- og sparebanker (i norske kroner og utenlandsk valuta).

²⁾ Ekskl. bundne bankinnskudd (BSU, IPA, skattetrekskonti mv.).

³⁾ 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, skattetrekskonti mv.) inngår ikke i pengemengden.

Kilde: Norges Bank

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

	Finansinvesteringer						Beholdninger				
	Året			3.kvartal			Året			per 30.09	
	2001	2002	2003	2003	2004		2001	2002	2003	2003	2004
Sedler mv og bankinnskudd	34,5	48,3	25,5	-13,4	-15,4		481,4	529,9	556,8	551,9	582,1
Sertifikater og obligasjoner	6,7	1,9	2,8	0,4	0,3		21,6	23,0	27,9	25,7	30,0
Aksjer og grunnfondsbevis	3,6	20,4	41,0	11,3	11,5		150,1	148,7	163,5	161,3	176,9
Verdipapirfondsandeler	2,0	-2,1	4,1	1,8	-0,7		76,9	59,8	78,3	75,5	94,2
Forsikringstekniske reserver	40,1	32,0	46,7	10,9	12,7		490,0	506,3	568,1	546,0	612,1
Utlån og andre fordringer ¹⁾	6,4	20,4	22,8	8,6	8,0		148,2	169,1	191,9	188,2	200,1
Fordringer i alt	93,2	120,8	143,1	19,7	16,3		1 368,1	1 436,9	1 586,5	1 548,5	1 695,4
Lån i banker (inkl. Norges Bank)	67,3	72,0	92,2	27,9	25,9		660,4	727,8	822,1	792,0	905,8
Lån i statlige låneinstitutter	7,7	7,5	2,5	0,3	-0,3		148,5	156,0	158,5	159,1	158,0
Lån i kredittforetak og fin.selskaper	14,3	13,8	15,9	3,4	3,5		67,7	80,5	96,2	91,6	103,3
Lån i forsikringsselskaper	-0,6	0,4	-2,4	-0,1	-1,2		16,1	16,5	14,0	16,4	12,8
Annen gjeld ²⁾	7,2	5,6	-1,0	-12,7	-6,7		118,7	123,2	122,2	115,2	119,6
Gjeld i alt	95,9	99,3	107,2	18,8	21,1		1 011,4	1 104,0	1 212,9	1 174,3	1 299,6
Nettofinansinvestering / nettofordringer	-2,7	21,4	35,9	0,9	-4,8		356,7	332,9	373,5	374,2	395,8

¹⁾ Utlån, påløpte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav og skattefordringer mv.

²⁾ 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		1/1-28/2	
	2003	2004	2004	2005
Staten og andre offentlige konti (ekskl. statspapirer)	-13 408	-43 666	14 824	1 277
Statspapirer	-41 322	19 008	-6 306	-8 993
Kjøp av valuta til Statens petroleumsfond	14 620	46 870	0	0
Andre valutatransaksjoner	0	75	0	0
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	-1 337	-1 266	4 083	2 714
D-lån	0	0	0	0
F-lån	12 000	0	0	0
Annen sentralbankfinansiering	18 716	-12 079	-12 056	283
Reserver i alt	-10 731	8 942	545	-4 719
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	-10 731	8 942	545	-4 719
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	0	0	0	0

¹⁾ 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		
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
juni 2004	2,2	2,0	2,2	2,0	2,5	2,4	3,8	1,8
juli 2004	2,1	2,0	2,1	2,0	2,3	2,2	3,8	1,8
august 2004	2,1	2,0	2,2	2,0	2,4	2,2	3,8	1,8
september 2004	2,1	2,0	2,1	2,0	2,2	2,1	3,8	1,8
oktober 2004	2,1	2,0	2,1	2,0	2,3	2,1	3,8	1,8
november 2004	2,1	2,0	2,1	2,0	2,3	2,1	3,8	1,8
desember 2004	2,1	2,0	2,1	2,0	2,3	2,2	3,8	1,8
januar 2005	2,0	1,9	2,1	2,0	2,3	2,2	3,8	1,8
februar 2005	2,0	1,9	2,0	1,9	2,3	2,2	3,8	1,8

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

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 25. Kortsiktige rentesatser¹⁾ for utvalgte valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DKK	GBP	JPY	SEK	USD	Rentedifferanse	
						EURO	NOK/EURO
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
juni 2004	2,2	4,7	0,0	2,1	1,5	2,1	-0,2
juli 2004	2,2	4,8	0,0	2,1	1,6	2,1	-0,2
august 2004	2,1	4,9	0,0	2,1	1,7	2,1	-0,2
september 2004	2,1	4,9	0,0	2,1	1,9	2,1	-0,3
oktober 2004	2,1	4,8	0,0	2,1	2,1	2,1	-0,2
november 2004	2,1	4,8	0,0	2,1	2,3	2,2	-0,3
desember 2004	2,1	4,8	0,0	2,1	2,5	2,2	-0,3
januar 2005	2,1	4,8	0,0	2,0	2,6	2,1	-0,3
februar 2005	2,1	4,8	0,0	2,0	2,8	2,1	-0,3

¹⁾ 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 26. Effektive renter på norske statsobligasjoner¹⁾. (Prosent p.a.)

	3 år	5 år	10 år
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
juni 2004	3,3	4,1	4,7
juli 2004	3,1	3,8	4,5
august 2004	3,0	3,6	4,3
september 2004	2,8	3,5	4,2
oktober 2004	2,8	3,5	4,2
november 2004	2,7	3,3	4,0
desember 2004	2,7	3,2	3,9
januar 2005	2,7	3,2	3,9
februar 2005	2,7	3,2	3,8

¹⁾ 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 land¹⁾. (Prosent p.a.)

	Tyskland	Sverige	Frankrike	Storbritania	Japan	USA	Rentedifferanse
							NOK/DEM ²⁾
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
juni 2004	4,4	4,8	4,4	5,2	1,8	4,8	0,3
juli 2004	4,3	4,6	4,3	5,1	1,8	4,5	0,2
august 2004	4,2	4,5	4,1	5,0	1,6	4,3	0,1
september 2004	4,1	4,4	4,1	4,9	1,5	4,2	0,1
oktober 2004	4,0	4,3	4,0	4,8	1,5	4,1	0,2
november 2004	3,9	4,2	3,9	4,7	1,5	4,2	0,2
desember 2004	3,7	4,0	3,6	4,5	1,4	4,2	0,3
januar 2005	3,6	3,9	3,6	4,6	1,4	4,3	0,3
februar 2005	3,6	3,8	3,6	4,6	1,4	4,2	0,1

¹⁾ Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ 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
4.kvartal 2003							
Forretningsbanker	4,48	4,41	3,50	4,59	4,44	6,51	4,20
Sparebanker	4,96	3,35	3,85	5,61	4,81	7,59	4,51
Sum banker	4,73	3,89	3,64	4,99	4,65	7,03	4,37
1.kvartal 2004							
Banker	4,34	2,98	3,14	4,58	4,28	6,76	4,01
2.kvartal 2004							
Banker	4,13	2,84	2,88	4,34	4,08	6,63	3,82
3.kvartal 2004							
Banker	4,12	2,88	2,83	4,27	4,09	7,01	3,77
4.kvartal 2004							
Banker	4,04	2,88	2,78	4,13	4,02	6,87	3,69

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.
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	2,17
Sum banker	1,84	2,51	2,25	1,84	1,79	1,50	2,12
1.kvartal 2004							
Banker	1,42	1,92	1,66	1,37	1,40	1,13	1,67
2.kvartal 2004							
Banker	1,25	1,81	1,73	1,25	1,20	1,00	1,49
3.kvartal 2004							
Banker	1,28	1,82	1,70	1,28	1,24	1,02	1,52
4.kvartal 2004							
Banker	1,27	1,78	1,71	1,26	1,22	1,04	1,48

Kilde: Norges Bank

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

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
31.12.2003	4,1	5,3	4,7
31.03.2004	3,7	5,2	4,5
30.06.2004	3,6	5,1	4,4
30.09.2004	3,6	5,1	4,4
31.12.2004	3,6	4,8	4,3

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
31.12.2003	5,5	5,7	5,2
31.03.2004	5,1	5,4	4,5
30.06.2004	4,8	4,9	4,1
30.09.2004	4,8	4,8	4,0
31.12.2004	4,7	4,7	3,9

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 32. Resultat og kapitaldekning: Banker.¹⁾
Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

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

¹⁾ Morbanker (ekskl. filialer i utlandet) og utenlandskeide filialer / datterbanker.

²⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Resultat og kapitaldekning: Finansieringsselskaper.¹⁾
Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

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

¹⁾ Alle norske morselskaper (ekskl. OBOS) og utenlandskeide filialer.

²⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning.

Kilde: Norges Bank

Tabell 34. Resultat og kapitaldekning: Kredittforetak.¹⁾
Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

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

¹⁾ Alle norske morselskaper.

²⁾ 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 ¹⁾	1 EUR	100 DKK	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
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
juni 2004	102,74	8,2856	111,45	12,47	6,24	90,62	6,83
juli 2004	104,82	8,4751	113,98	12,73	6,32	92,16	6,91
august 2004	103,06	8,3315	112,04	12,45	6,19	90,70	6,84
september 2004	103,42	8,3604	112,40	12,27	6,22	91,96	6,84
oktober 2004	101,52	8,2349	110,71	11,91	6,06	90,87	6,60
november 2004	100,18	8,1412	109,55	11,65	5,98	90,48	6,27
desember 2004	100,90	8,2181	110,55	11,83	5,91	91,52	6,13
januar 2005	100,99	8,2125	110,38	11,76	6,06	90,77	6,26
februar 2005	102,51	8,3199	111,79	12,06	6,09	91,58	6,39

¹⁾ 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)

Kilde: Norges Bank

Tabell 36. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	GBP/USD	EUR/GBP	USD/EUR	EUR/JPY	JPY/USD
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
juni 2004	1,8272	0,6642	1,214	132,8262	109,44
juli 2004	1,8422	0,6657	1,226	134,0781	109,32
august 2004	1,8188	0,6693	1,217	134,5203	110,50
september 2004	1,7932	0,6813	1,222	134,4870	110,08
oktober 2004	1,8059	0,6914	1,249	135,9705	108,89
november 2004	1,8593	0,6986	1,299	136,0822	104,77
desember 2004	1,9291	0,6947	1,340	139,0986	103,79
januar 2005	1,8777	0,6986	1,312	135,6150	103,38
februar 2005	1,8866	0,6897	1,301	136,5290	104,93

Kilde: Norges Bank

Utenriksøkonomi

Tabell 37. Utenriksregnskap for Norge (Mill.kroner)

	2002	2003	2004
Varebalansen	186 009	192 390	217 923
Tjenestebalansen	21 524	19 426	21 031
Rente- og stønadsbalansen	-13 641	-11 472	-7 738
Driftsbalansen	193 892	200 344	231 216
Fordelt på:			
Oljevirksomhet	255 813	277 264	322 860
Utenriks sjøfart	18 283	17 506	22 781
Annet	-80 204	-94 426	-114 425
Netto kapitaloverføringer m.v. til utlandet	1 463	-4 712	1 028
Netto finansinvestering \ Netto kapitalutgang	192 429	205 056	230 188
Fordelt på:			
Norske investeringer i utlandet	395 536	329 350	436 451
Utenlandske investeringer i Norge	271 860	190 807	259 982
Ufordelte og statistiske avvik	68 753	66 513	53 719
Fordelt etter formål:			
Direkte investeringer	28 722	2 445	10 210
Porteføljeinvesteringer	189 775	41 987	193 483
Andre finansinvesteringer	-140 593	91 822	-64 028
Internasjonale reserver	45 772	2 289	36 804
Ufordelte og statistiske avvik	68 753	66 513	53 719
Fordelt på sektor:			
Offentlig forvaltning ¹⁾	149 140	134 512	175 106
Norges Bank	30 460	13 319	28 630
Banker	-73 450	-29 140	-43 409
Forsikring	56 178	24 556	55 810
Andre finansielle foretak	-29 177	-25 529	-57 338
Ikke-finansielle foretak m.v.	-9 475	20 826	17 669
Ufordelte og statistiske avvik	68 753	66 513	53 719

¹⁾ Inklusiv petroleumsfondet

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31.12.2002			31.12.2003			30.09.2004		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Offentlig forvaltning ¹⁾	835	281	554	1 161	381	780	1 509	589	920
Norges Bank	234	63	171	262	62	201	305	84	222
Banker	126	391	-265	193	490	-297	176	515	-339
Forsikring	190	29	161	219	25	193	253	29	224
Andre finansielle foretak	103	195	-92	131	245	-114	144	308	-164
Ikke-finansielle foretak m.v.									
- Offentlig eide foretak	120	141	-20	162	157	5	218	183	35
- Private eide foretak	349	505	-156	337	523	-186	327	555	-227
- Hush. og ideelle organisasjoner	73	11	62	84	12	72	91	12	80
Ufordelte og statistisk avvik	-3	-5	1	68	5	63	105	8	97
Alle sektorer	2 028	1 612	415	2 617	1 900	716	3 129	2 282	847

¹⁾ Inklusiv petroleumsfondet

NB! Det er gjennomført endringer i kildebruken f.o.m. denne publiseringen, dette har ført til revisjoner av tallgrunnlaget

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Internasjonale kapitalmarkeder

Tabell 39. Endringer i bankenes internasjonale fordringer.¹⁾ Milliarder USD

	2001	2002	2003	3.kvartal		Utestående
				2003	2004	30.sep.04
Total	859,4	740,1	1 075,1	-110,0	236,1	17 706,8
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	442,1	315,2	545,0	119,5	199,5	6 354,0
banker (og ufordelt)	417,3	425,0	530,1	-229,5	36,6	11 352,8

¹⁾ 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			3.kvartal	
	2001	2002	2003	2003	2004
Amerikanske dollar (USD)	45,2	41,9	39,4	40,2	39,2
Tyske mark (DEM)	..	..	..	..	..
Sveitsiske franc (CHF)	2,1	2,0	1,8	1,9	1,7
Japanske yen (JPY)	6,2	5,6	4,9	5,0	4,7
Britiske pund (GBP)	5,4	5,3	5,5	5,2	5,6
Franske franc (FRF)	..	..	..	..	..
Italienske lire (ITL)	..	..	..	..	..
ECU/EURO ¹⁾	28,9	33,6	37,6	36,2	38,0
Ufordelt ²⁾	12,2	11,6	10,8	11,5	10,8
Totalt i mrd. USD	11 625,6	13 370,3	15 996,6	14 929,9	17 706,8

¹⁾ Fra januar 1999

²⁾ 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 kroner¹⁾
(Milliarder kroner pr.utg. av måneden)

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, brutto fra:		Solgt, brutto fra:	
	Sentral- myndig. ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Publikum	Utlandet	Sum	Publikum	Utlandet	Publikum	Utlandet
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
mai 2004	0,0	20,3	39,3	130,7	190,3	78,6	452,1	39,3	321,4
juni 2004	0,0	18,8	48,0	134,5	201,3	81,9	428,1	33,9	293,6
juli 2004	0,0	15,6	49,8	116,2	181,6	81,6	359,5	31,8	243,3
august 2004	-0,2	11,0	45,4	118,1	174,3	77,0	360,1	31,6	242,0
september 2004	-0,4	15,2	42,9	131,7	189,4	74,5	388,2	31,6	256,5
oktober 2004	-0,3	25,0	32,9	123,5	181,1	68,4	329,7	35,5	206,2
november 2004	-0,6	26,1	35,4	130,6	191,5	75,9	346,4	40,5	215,8
desember 2004	0,0	20,7	39,8	147,1	207,6	80,4	343,5	40,6	196,4
januar 2005	0,0	13,2	41,2	147,4	201,8	78,9	294,8	37,7	147,4

¹⁾ Ekskl. kurskorreksjoner.

²⁾ Statsforvaltn., trygdeforvaltn. og Norges Bank.

³⁾ Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

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

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

	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004
Valutaaktiva, spot	249 446	243 887	265 607	236 109	213 891
Valutapassiva, spot	418 306	460 346	458 072	434 817	422 805
1. Spotbalanse, netto	-168 860	-216 459	-192 465	-198 708	-208 914
2. Terminbalanse, netto	124 179	201 952	193 924	196 350	202 197

Kilde: Norges Bank

Tabell 43. Bankenes valutatransaksjoner med ulike sektorer (Milliarder kroner)⁶⁾

	2002		2003		Uke i 2004/2005									
	1-52		1-52		48	49	50	51	52	53	1	2	48-2	
1. Norske kunder														
Spot netto ¹⁾	14		11		-2,4	18,4	8,4	9,1	-1,4	5,7	15,0	1,4	54,2	
Termin netto ¹⁾	-1		8		2,9	12,9	6,3	8,4	1,0	7,2	6,4	-2,1	43,1	
-Endring i kjøpskontrakter ²⁾	15		3		-5,3	5,5	2,0	0,7	-2,4	-1,5	8,5	3,5	11,1	
- Endring i salgskontrakter ³⁾	-72		20		-0,5	-2,2	1,3	-0,5	2,9	-1,4	4,6	-3,9	0,3	
	-87		17		4,8	-7,8	-0,8	-1,2	5,4	0,2	-4,0	-7,4	-10,9	
2. Utlandet														
Spot netto ¹⁾	-45		-66		5,3	-22,1	-4,3	-2,8	-2,5	-9,8	-11,1	-2,2	-49,6	
Termin netto ¹⁾	15		-33		-2,9	-10,1	9,0	-5,5	-12,4	-2,3	-8,3	5,7	-26,7	
-Endring i kjøpskontrakter ²⁾	-60		-33		8,2	-12,0	-13,3	2,7	9,8	-7,6	-2,8	-7,9	-22,9	
- Endring i salgskontrakter ³⁾	-184		-215		9,1	-9,9	5,8	-27,6	36,6	-17,2	-45,8	-9,0	-58,0	
	-124		-182		0,9	2,1	19,1	-30,3	26,8	-9,6	-43,0	-1,2	-35,1	
3. Norges Bank														
Spot netto ¹⁾	13		39		2,9	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,1	
Termin netto ¹⁾	13		39		2,9	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,1	
-Endring i kjøpskontrakter ²⁾	0		0		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Endring i salgskontrakter ³⁾	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	0,0	0,0	0,0	0,0	
4. Annet														
Nedbygging av bankenes netto														
valutafordringer overfor norske kunder	-2		27		-2,5	4,0	-0,8	-1,8	1,8	-0,9	0,4	1,9	2,1	
Økning i totalposisjonen til bankene	-1		1		-0,5	-1,4	-0,7	-1,6	0,9	3,2	-1,4	-0,4	-1,9	
Spesifikasjon av utlandets spot														
Netto NOK-fordringer på bankene ⁴⁾	35		-39		3,1	-17,6	10,3	-10,6	-11,9	-2,6	-9,3	4,8	-33,8	
VPS-registrerte aksjer ⁵⁾	-16		-18		-1,5	-2,1	1,2	1,0	-1,3	0,3	0,7	-0,3	-2,1	
VPS-registrerte obligasjoner ⁵⁾	-5		12		-2,9	11,5	-1,7	-3,5	1,3	0,0	0,2	1,2	6,0	
VPS-registrerte sertifikater ⁵⁾	2		12		-1,5	-1,8	-0,8	7,6	-0,5	0,0	0,1	0,0	3,1	
Utlandets kjøp av VPS-registrerte verdipapirer, totalt	-		-		76,1	78,9	85,4	90,2	54,9	27,6	47,1	61,9	522,2	
Utlandets salg av VPS-registrerte verdipapirer, totalt	-		-		70,1	86,4	84,2	95,3	54,4	27,9	48,1	62,8	529,2	

¹⁾ Positive tall innebærer at de nevnte sektorene kjøper valuta fra de norske bankene.

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

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

⁴⁾ Positive tall innebærer at de nevnte sektorene øker sine salgskontrakter i norske kroner og negative tall innebærer forfall i salgskontrakter.

⁵⁾ Positive tall innebærer at utlandet reduserer sine NOK-innskudd i norske banker.

⁶⁾ Norges Bank har bestemt at denne statistikken avvikes.

Det foreligger tall t.o.m. uke 2 i 2005.

Norges Bank forbereder iverksettelse av opplegg for en ny valutahandelsstatistikk.

B-blad/Economique

Returadresse:
Norges Bank
Postboks 1179 Sentrum
N-0107 Oslo
Norway



Penger og Kredit nr. 1 - mars - 2005