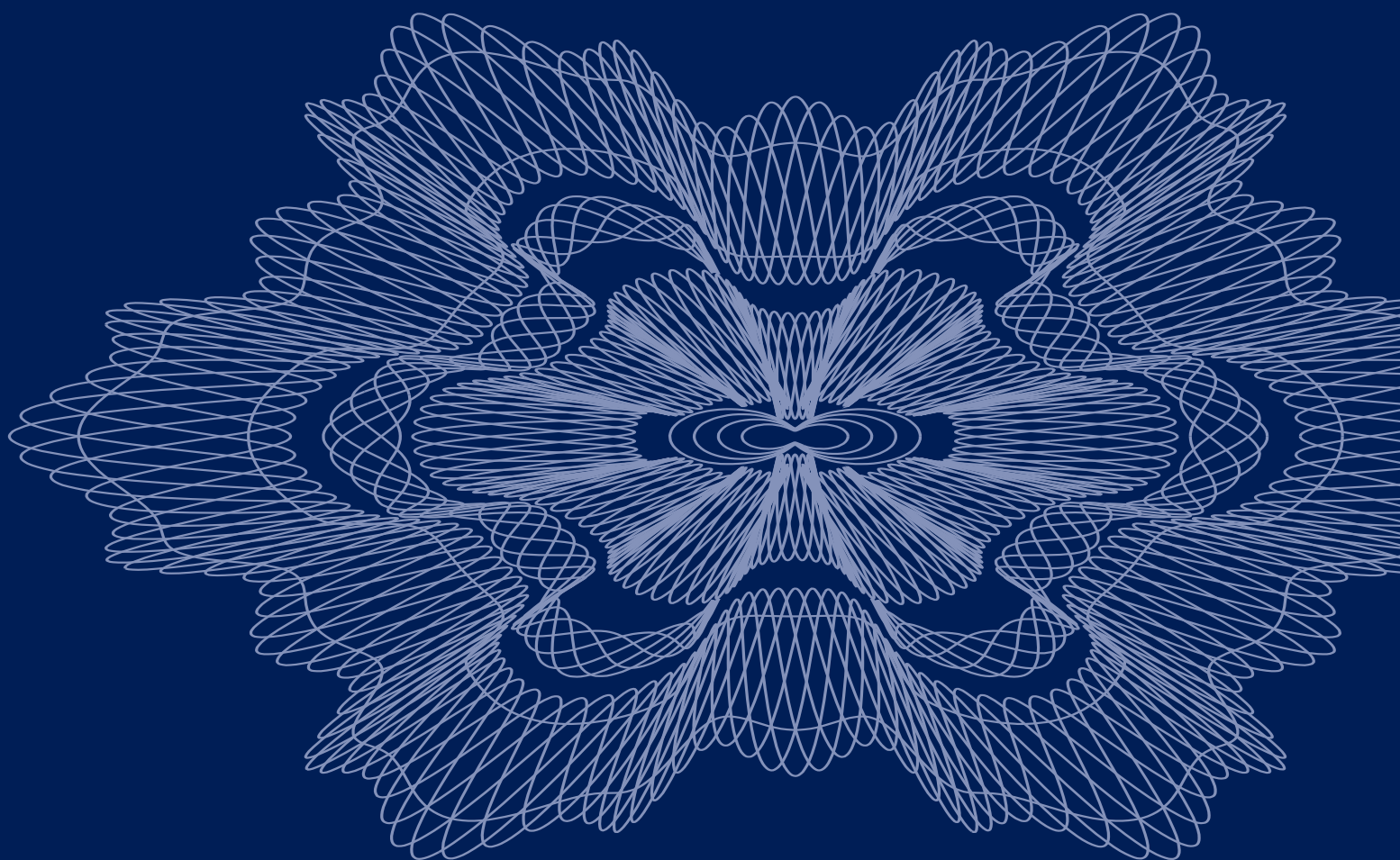




Penger og Kreditt

1
06

Mars



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 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

Ansv.redaktør: Svein Gjedrem

Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastøyl

Redaksjonsutvalg: Arild J. Lund, Finansiell stabilitet

Helge Eide, Sentralbanksjefens stab for kapitalforvaltning

Gunnvald Grønvik, Finansmarkedsavdelingen

Kåre Hagelund, Økonomisk avdeling

Nils Tore Eide, Stab og fellestjenester

Bent Vale, Forskningsavdelingen

Steinar Selnes, Norges Bank Kapitalforvaltning

Redaksjonens adresse:

Norges Bank, Informasjonsseksjonen

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: Tellus Works 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 10004	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

Bruk internettabonnement på Penger og Kreditt

Penger og Kreditt legges ut på Norges Banks internettsider ca. en uke før det kommer til abonnentene i posten. Det er mulig å bestille varslings med e-post når tidsskriftet er tilgjengelig på web. Fra bankens hjemmeside (www.Norges-Bank.no) gjøres det ved å klikke på knappen «Abonnement» i topplinjen og følge veiledningen der. Der kan man også abonnere på varslings om annen informasjon fra sentralbanken.

Artikkeldel

Økonomiske perspektiver	4
Sentralbanksjef Svein Gjedrems foredrag ved Norges Banks årsmøte 16. februar	
I foredraget drøfter sentralbanksjefen situasjonen i norsk økonomi. Drøftingen tar utgangspunkt i de utfordringer Norge står overfor som følge av økt globalisering og endringer i den internasjonale arbeidsdelingen. Det er lagt særlig vekt på hvordan disse endringene påvirker gjennomføringen av pengepolitikken.	
Prognoser, usikkerhet og valg av renteforutsetning i pengepolitikken	15
Jarle Bergo	
I arbeidet med å lage prognoser for størrelser som produksjon og inflasjon må en samtidig ha en oppfatning av utviklingen i fremtidig rente. Mens Norges Banks prognoser tidligere var basert på at renten ville utvikle seg i tråd med markedsaktørenes forventninger, ble prognosene i Inflasjonsrapport 3/05 for første gang basert på bankens eget anslag på fremtidig rente. Det gjøres nærmere rede for bakgrunnen for dette og de vurderingene Norges Bank gjør i prognosearbeidet.	
Utviklingen i husholdningenes gjeld. En analyse av mikrodata for perioden 1986–2003	22
Magdalena D. Riiser og Bjørn Helge Vatne	
Husholdningenes gjeld i Norge har økt betydelig siden 1980-tallet. I artikkelen brukes mikrodata for å analysere utviklingen i husholdningenes gjeld, inntekt og finansformue fra 1986 til 2003. Har strukturelle endringer og demografiske faktorer påvirket husholdningenes gjeld? Hva er fordelingen av gjeld etter inntekt og aldersgruppe? Dette er noen av spørsmålene som artikkelen prøver å besvare.	
Valutahandelsstatistikken – ny innsikt i valutamarkedet	30
Erik Meyer og Janett Skjelvik	
Norges Bank har publisert ny statistikk som gir aktuell informasjon om aktiviteten i valutamarkedet. Den bygger på daglige data fra de største bankene over kjøp og salg av norske kroner mot utenlandsk valuta. Artikkelen beskriver hvordan kroneomsetningen fordeler seg på motpartsektorer, kontraktstyper, løpetid og valutasort. Det ses også på sammenhengen mellom ulike kundegruppers netto kjøp av norske kroner og utviklingen i kronekursen.	
Finansiell stabilitet og pengepolitikk – teori og praksis	39
Kjersti Haugland og Birger Vikøren	
Korleis ein bør vega omsynet til finansiell stabilitet mot omsynet til prisstabilitet i pengepolitiske avgjerder, er ikkje opplagt. Ut frå kommunikasjon og pengepolitiske avgjerder i sentralbankar ser det ut til at finansiell stabilitet er i ferd med å få ei meir tydeleg rolle i pengepolitikken. Dette har samband med kunnskapen om at finansiell stabilitet har konsekvensar for den framtidige utviklinga i inflasjon og produksjon. I Noreg vert vurderingar om finansiell stabilitet innarbeidd i rådgjevingssprosessen opp mot pengepolitiske avgjerder.	
Etterprøving av Norges Banks anslag for 2005	47
Erik Remy Åserud	
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. Veksten i konsumprisene (KPI-JAE) ble klart lavere i 2005 enn tidligere anslått. Gjennom de siste årene har det derimot bare vært små endringer i vårt anslag på produksjonsgapet i 2005.	

Oversikter og tabelldel

Myntutgivelse markerer Ibsen-året	61
Nytt på nett fra Norges Bank	62
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	64
Auksjonskalendere og opplegg for statspapirene 2006	65
Tabeller	66

Redaksjonen avsluttet: 17. mars 2006

Økonomiske perspektiver

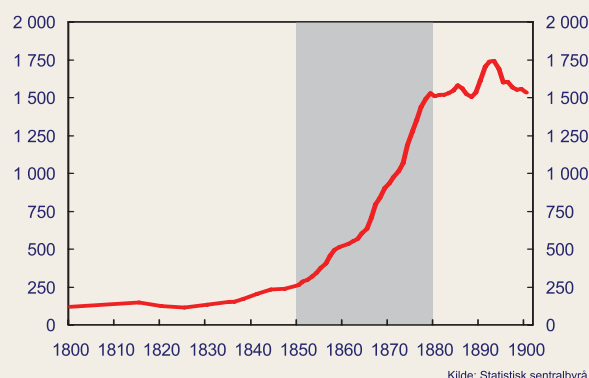
Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 16. februar 2006.

1. Innledning

På vei inn i bygningen her går vi forbi en statue av skuespilleren Johannes Brun. Han arbeidet på det tidligere Christiania Teater som lå på Bankplassen. Brun var bekjent av Henrik Ibsen som også arbeidet der en tid – på deltid som konsulent – etter at teatret han hadde ledet, var blitt stengt. Det var en vanskelig tid for vår store dikter både personlig og økonomisk. Han slet med skrivevegring og fikk merke publikummets forkjærlighet for det middelmådige og det trivielle.¹ Det ble sagt om Christiania: «O, du store, du lille By! hvad er det for en Sky af Kulde og Mismod, der ruger over dig!».²

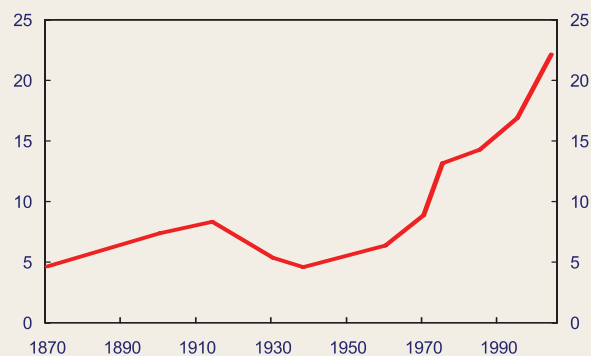
Kanskje det, men økonomisk stod det egentlig ikke så ille til i Norge. Den økonomiske fremgangen som startet i 1820-årene, skjøt virkelig fart fra midten av århundret.

Figur 1. Norges handelsflåte 1800-1900. Tusen bruttotonn



Figuren viser utviklingen i Norges handelsflåte fra 1800 til 1900, i tusen bruttotonn. Årstall.

Figur 2. Vareeksport. Prosent av verdens BNP. 1870-2004



Figuren viser summen av enkeltlands eksport som andel av verdens BNP, målt i USD. 1870 til 2004. Årstall.

De britiske navigasjonslovene ble opphevet i 1849. Norske sjøfolk fikk frakte andre lands varer til og fra England. Norge ble med ett en stor eksportør av tjenester. Fra 1850 til 1880 ble tonnasjen til den norske handelsflåten nesten seksdoblet (fig. 1).

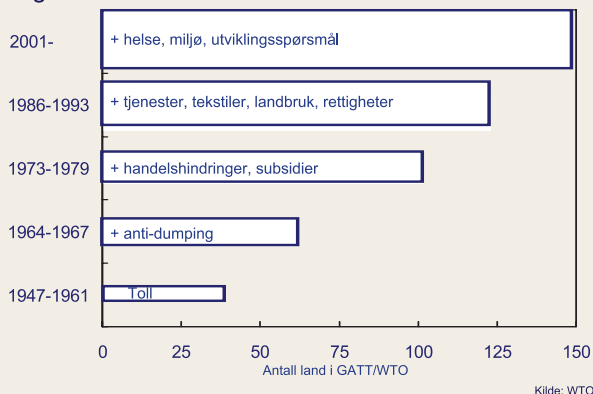
2. Endringer i den internasjonale arbeidsdelingen

Vi er også nå inne i en periode med store endringer i den internasjonale arbeidsdelingen. Internasjonal handel øker igjen vesentlig sterkere enn produksjonen (fig. 2). Teknologiske fremskritt og en kraftig reduksjon i kostnadene ved flyt av varer, tjenester og informasjon har gjort det mulig.

Handelshindre er fjernet (fig. 3). I de første årene etter andre verdenskrig ble tollbarrierer mellom noen få industriland bygget ned. I de senere rundene i GATT, nå WTO, har både dagsorden og antall land blitt utvidet kraftig. Nå deltar nesten alle land som medlemmer eller observatører, og temaene favner svært vidt. I tillegg til fjerning av toll har det blant annet blitt innført tiltak mot dumping, subsidier er fjernet, og det er inngått avtaler om tekstiler og landbruksvarer. I den runden som nå pågår, diskuteres også spørsmål knyttet til helse, miljø og utvikling.

Politiske endringer har forsterket utviklingen. Kina la

Figur 3. Utvidet handelssamarbeid



Figuren viser utviklingen i handelssamarbeidet i GATT/WTO fra 1947 og fram til februar 2006. X-aksen angir antall land som har deltatt i forhandlingene i ulike tidsperioder. På stolpene angis hvilke tema handelssamarbeidet er blitt utvidet med i de ulike tidsperiodene.

For 1947-1961 vises antall land som deltok i Torquay-runden (38). [Antall deltakere i de ulike forhandlingene 1947-1961 var: Geneve 1947: 23, Annecy 1949: 13, Torquay 1951: 38, Geneve 1956: 26, Geneve 1960-1961 (Dillon-runden): 26]

¹ Michael Meyer (1995): Henrik Ibsen. En biografi, Gyldendal, s.149.

² Meyer, op.cit., s. 197: Utdrag fra Camilla Colletts «Amtmandens Døtre».

om kursen tidlig på 1990-tallet og er nå medlem av WTO, og landets andel av samlet eksport øker kraftig. India er i startgropen (fig. 4).

Landene har store arbeidsstyrker som tilbyr sine tjenester til svært lave lønninger, og denne arbeidskraften blir tilgjengelig for virksomheter som konkurrerer på verdensmarkedene. Landsbygda i Kina har om lag like mange personer i arbeidsfør alder som hele OECD-området. Mange har lite å gjøre og søker jobber i byene.

Lave lønnskostnader og mer effektiv transport og kommunikasjon trekker til seg produksjon som krever stor innsats av arbeidskraft. Produksjon flyttes til Kina eller andre fremvoksende økonomier. Vi ser flere eksempler på at konkurransen om å selge tjenester som krever høy kompetanse, også øker. Det blir formidlet øyeoperasjoner mot nærsynthet i Tyrkia. Også tannbehandling og andre legetjenester selges med priser som er betydelig lavere enn her hjemme. Norsk Hydro opplyser at nesten 300 000 ingeniørtimer til Ormen Lange-prosjektet er levert av indiske ingeniører, lokalisert i India.

Handel i tjenester går begge veier. Norske arkitekter tegner signalbygg i fjerne strøk. Det Norske Veritas selger sine tjenester over hele verden. Bygda Fitjar er hovedsete for et selskap – Vik-Sandvik – som tegner skip for produksjon, enten det er i Europa, Asia eller Amerika. Et ITK-firma i Ølen – Omega – utvikler og installerer programvare for kunder i Baku og Dubai.

Nye markeder i Asia åpner muligheter for de industrialiserte landene. Ressurser blir flyttet til bedrifter som produserer varer og tjenester som krever særlig kompetanse. Virksomheter som har vært skjermet eller blir beskyttet av nasjonale reguleringer, står svakt når ny teknologi eller nye avtaler åpner for konkurranse utenfra.

Endringen i arbeidsdelingen påvirker nå – og for en periode – den reelle lønnsveksten i de industrialiserte landene. Faren for at virksomheter må avvikle eller flytte ut, demper kostnadene. I flere europeiske land blir i tillegg lønnsveksten holdt nede av arbeidsinnvandring fra nye medlemsland i EU.

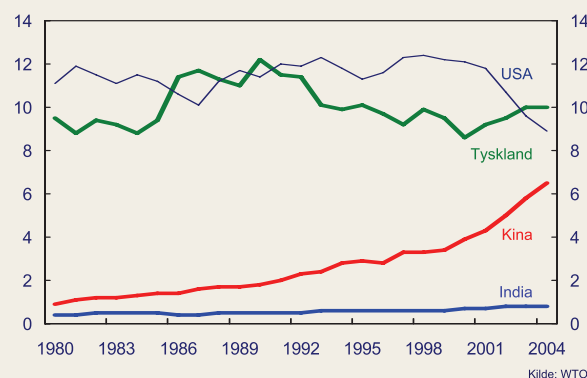
Økt handel har gitt økt etterspørsel etter skipsfartstjenester og gode fraktrater. Det har igjen skapt en høykonjunktur i skipsbygging. Samtidig bidrar høye energipriser til store investeringer i petroleum og kraft. Verkstedindustrien får et særlig løft. Veksten i Asia gir gode priser på aluminium (fig. 5).

Prisene på varer vi importerer, faller i forhold til prisene på varer vi eksporterer. Vi får et bedre bytteforhold til utlandet. Prisutviklingen for olje og gass slår særlig kraftig ut, men også fastlandsøkonomien har hatt en stigning i bytteforholdet (fig. 6).

Vi skiller oss ut fra våre nordiske naboland. Salg av svenske og finske høyteknologiprodukter øker sterkt i volum, men prisene faller. Dansk næringsliv står på flere bein og har samlet en jevn utvikling.

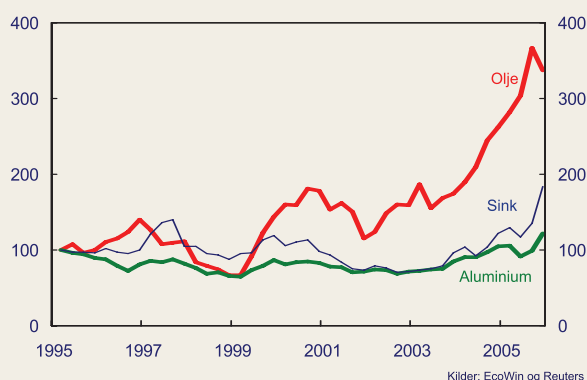
Som konsumenter nyter vi godt av at prisene på mange importvarer faller, for eksempel prisene på klær (fig. 7). Prisene steg lenge med rundt 3 prosent i året,

Figur 4. Andel av verdens vareeksport. Prosent



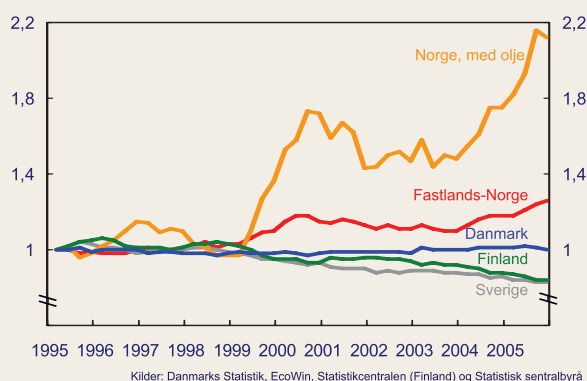
Figuren viser USAs, Tysklands, Kinas og Indias andeler av global vareeksport fra 1980 til 2004. Årstall.

Figur 5. Råvarepriser. Indeks



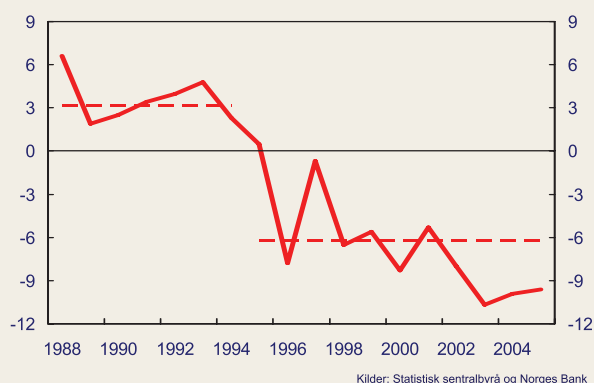
Figuren viser spotprisen på olje, sink og aluminium i USD. Seriene er indeksert til 100 i 1. kvartal 1995. Kvartalsgjennomsnitt av daglige noteringer.

Figur 6. Bytteforhold til utlandet. Indeks



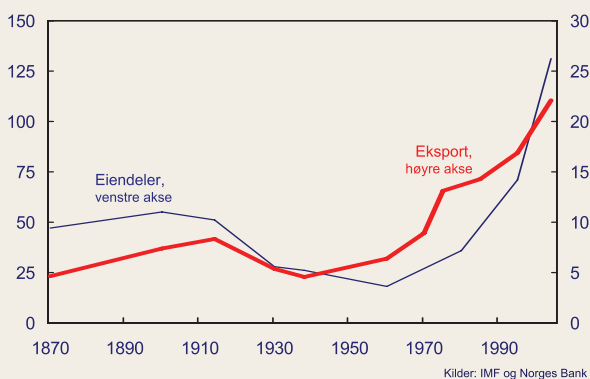
Figuren viser bytteforholdet som Danmark, Finland, Sverige, Norge og Fastlands-Norge har til utlandet, fra 1. kvartal 1995 til 4. kvartal 2005. Bytteforholdet er beregnet som eksportprisindeks relativt til importprisindeks. Indeksene omfatter alle eksport- og importvarer, bortsett fra indeksene for Fastlands-Norge, der olje og skipsfart er trukket ut av eksportprisindeksen.

Figur 7. Prisvekst på jakker, gensere, bluser og kjoler. Årlig vekst. Prosent



Figuren viser prisveksten fra 1988 til 2005 i varegruppen «Dame; bluser, kjoler, skjørt, jakker, gensere» (SSBs COICOP-gruppe K03122). Årstall. De stiplede linjene angir gjennomsnittet for prisveksten i henholdsvis periodene 1988-1994 og 1995-2005. Tidspunktet for bruddet er estimert i en analyse Norges Bank har gjort over perioden 1980-2005.

Figur 8. Eksport og eiendeler i utlandet. Prosent av verdens BNP. 1870-2004



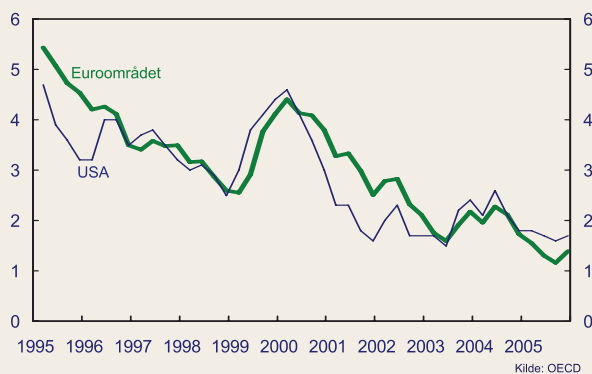
Figuren viser utviklingen i eksport og eiendeler i utlandet fra 1879 til 2004. Årstall. Kurven «Eksport» viser summen av enkeltlands eksport som andel av verdens BNP. Kurven «Eiendeler» viser alle lands utenlandske eiendeler (i offentlig eller privat eie) som andel av BNP for verden. Verdier fram til 1995 er beregnet av IMF. Verdien for 2004 er anslått av Norges Bank. Veksten i utenlandske eiendeler for gjennomsnittet av G7-landene (USA, Canada, Tyskland, Frankrike, Italia, Storbritannia og Japan) er blitt brukt for perioden 1995-2004.

men siden 1995 har de årlig falt med om lag 6 prosent. Dette knekkpunktet faller i tid sammen med at restriksjoner på handel med tekstiler ble tatt bort, og det faller i en periode med rasjonaliseringer i norsk handel. Kinas medlemskap i WTO har siden gitt et ekstra fall i prisene.

Internett gjør det lettere å sammenligne priser, og prismarginene i alle sektorer blir presset.

Verdens finansmarkeder er også i endring. Teknologiske fremskritt, økt handel og friere regler har økt flyten av kapital over landegrensene. Virksomheter i et land er nå i vesentlig større grad eid fra utlandet (fig. 8). Samtidig plasseres sparemidler oftere i andre land.

Figur 9. Langsiktige realrenter. Prosent



Figuren viser langsiktige realrenter for USA og euroområdet fra 1. kvartal 1995 til 4. kvartal 2005. Langsiktige realrenter er beregnet ved å deflatere renter på statsobligasjoner med om lag ti års løpetid med gjennomsnittlig konsumprisvekst de to siste årene. Kvartalstall.

Favoriseringen av investeringer i eget land har minket.

De siste årene har de langsiktige rentene falt (fig. 9). Lav og stabil inflasjon i flere land har bidratt. Investorer trenger i mindre grad å gardere seg mot høy prisvekst. Land i Asia og land som eksporterer olje, ønsker å spare mye. Samtidig er det liten investeringsvilje i flere industrialiserte land. Det trekker rentene ned. Lave kortsiktige renter og mye penger i omløp bidrar trolig også til lave langsiktige renter.

Utviklingen i rentene og god vekst har gitt en kraftig økning i kursene i aksjemarkedene de senere årene. Samtidig øker bolig- og eiendomsprisene sterkt i mange land.

Lave renter, sterkt stigende aksjekurser og eiendomspriser, samt de høye råvare- og energiprisene er trolig et utslag av konjunktorene og kan derfor være forbigående. Endringer i den internasjonale arbeidsdelingen, de integrerte finansmarkedene og den økte konkurransen i brede vare- og tjenestemarkeder er mer varige.

Globaliseringen og konjunktorene har fart snilt med norsk økonomi. Få land vinner så mye som Norge – og taper så lite – på friere handel av tjenester og varer og på flyt av arbeidskraft over landegrensene.

3. Utfordringer i pengepolitikken

Etter nær to tiår med høy inflasjon stabiliserte prisstigningen seg i svært mange land på 1990-tallet. Den årlige prisstigningen i industrilandene var 13 prosent ved starten av 1980-årene. I løpet av det neste tiåret kom den ned i under 2 prosent (fig. 10). De fleste sentralbanker retter i dag pengepolitikken inn mot å holde inflasjonen lav og stabil.

Den praktiske gjennomføringen kan variere, men målet om prisstabilitet er felles. Lav og stabil inflasjon har bidratt til god vekst i verdensøkonomien de siste

årene. Til tross for stigende oljepriser, internasjonale konflikter som har skapt usikkerhet, og andre forstyrrelser, har utslagene i prisstigning og produksjon vært moderate.

Også i Norge var oppfatningen på 1960- og 70-tallet at vi kunne oppnå høy vekst og lav arbeidsledighet dersom vi bare var villige til å akseptere noe høyere inflasjon. Men etter hvert ble det erkjent at det ikke gikk. Forskningsjef Odd Aukrust i Statistisk sentralbyrå uttalte i 1980 om utviklingen i norsk økonomi: «Dessverre er det denne gang enda mindre grunn til optimisme. Konkurransenevnen til norsk industri ser ut til å bli svakere i året som kommer. Nøkkelproblemet er at ingen har styring på prisutviklingen. Med en inflasjon på ca. 10 prosent i året, er det ingen som tør investere i tiltak som kan stoppe denne priskarusellen.»³

Gjennom pengepolitikken tok myndighetene fra andre halvdel av 1980-årene styring over inflasjonen.

Ved inngangen til 1990-årene var prisstigningen kommet ned, og siden 1988 har prisstigningen vært 2½ prosent i gjennomsnitt (fig. 11). Studier av prisutviklingen for alle varer og tjenester, viser at det skjedde et brudd og et varig skift i prisdannelsen rundt 1988.⁴ Vi gikk fra en periode med høy og ustabil inflasjon til den perioden som vi fortsatt er inne i, med lav og stabil inflasjon.

Det kostet å få inflasjonen ned. Norsk økonomi var i årene fra 1988 til 1992 i den dypeste lavkonjunkturen i etterkrigstiden. Men veksten tok seg raskt opp, og samlet ble 1990-tallet et gyllent tiår. Det ser også ut til at det tiåret vi nå er inne i, blir godt. Et grunnlag ble lagt da norske myndigheter tok styring over inflasjonen.

Utviklingen de siste 40 årene illustrerer at det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi til en god økonomisk utvikling på lang sikt, er lav og stabil inflasjon. Det gir økonomien et nominelt ankerfeste.

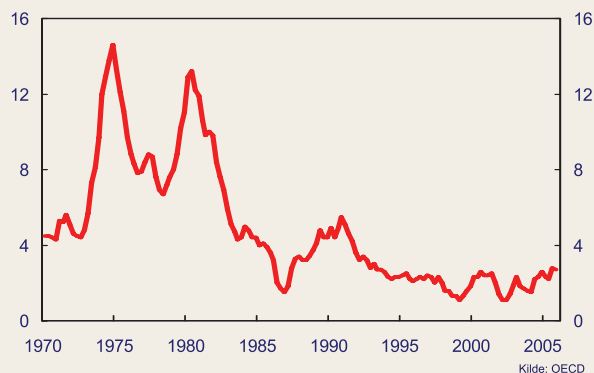
Lav og stabil prisvekst gjør det lettere for aktørene å skille endringer i relative priser fra endringer i det generelle prisnivået. Prisene blir bedre bærere av informasjon. Alan Greenspan har sagt at prisstabilitet har vi «når husholdninger og foretak som tar beslutninger om konsum og investeringer, trygt kan se bort fra mulighetene for en vedvarende økning eller et fall i det generelle prisnivået.»⁵ Det strekker alle land seg etter i pengepolitikken.

Når det er tillit til inflasjonsmålet, kan pengepolitikken også bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting blir tillagt vekt når vi setter renten.

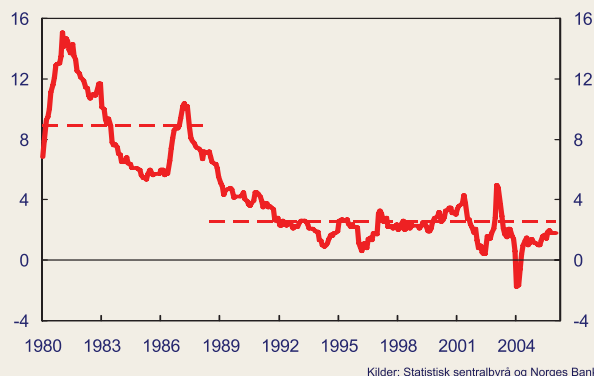
Erfaringene kan tyde på at forventningene om fremtidig inflasjon holder seg stabile selv om prisstigningen svinger en del, så lenge renten brukes aktivt for å dempe utslagene. Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men hindre de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. I enkelte situasjoner

Figur 10. Inflasjon i industriland. Årlig vekst. Prosent



Figuren viser inflasjon for G7-landene fra 1. kvartal 1970 til 4. kvartal 2005, målt som vekst i konsumprisindeksen fra tilsvarende kvartal året før.

Figur 11. Inflasjon i Norge. Årlig vekst. Prosent



Figuren viser inflasjonen i Norge fra januar 1980 til januar 2006. Inflasjonen er målt som vekst i konsumprisindeksen fra tilsvarende måned året før. De stiplede linjene angir gjennomsnittet for henholdsvis januar 1980 til mai 1988, og for juni 1988 til januar 2006. Tidspunktet for bruddet er estimert i en analyse Norges Bank har gjort over perioden 1980-2005.

kan det være riktig å gardere seg mot spesielt ugunstige utviklingstrekk.

Når prisstigningen i en periode avviker vesentlig fra målet, vil renten settes med sikte på at den gradvis bringes tilbake, slik at vi unngår unødige svingninger i produksjon og sysselsetting. Gjennom 1990-tallet holdt prisstigningen seg stort sett i området 1½ – 3½ prosent. Variasjonen har økt litt de siste årene. I en periode med økt flyt av arbeidskraft over landegrensene, store teknologiske fremskritt, endringer i konkurranseforhold og nye handelsmønstre må vi med vår svært åpne økonomi kanskje godta noe større utslag i inflasjonen og avvik fra målet, slik vi har sett de siste to-tre årene.

Selv om den økonomiske veksten har vært god de siste 15 årene, har konjunktorene skiftet. Et klart oppsving i årene fra 1993 til 1998 ble avløst av en periode med mer dempet vekst og et mildt tilbakeslag i 2002 og inn i 2003. Siden sommeren 2003 har norsk økonomi igjen vært i en klar oppgang (fig 12).

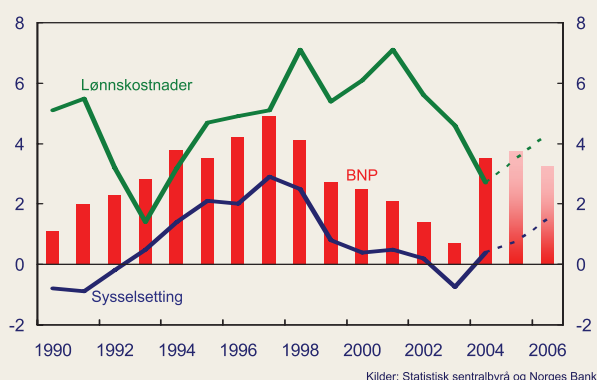
Lønnsutviklingen gjenspeiler og påvirker konjunktorene.

³ Nyttårsintervju i Adresseavisen 27. desember 1980.

⁴ Basert på en analyse som Norges Bank har foretatt av prisindekser for vel 130 ulike grupper av varer og tjenester for perioden 1980-2005.

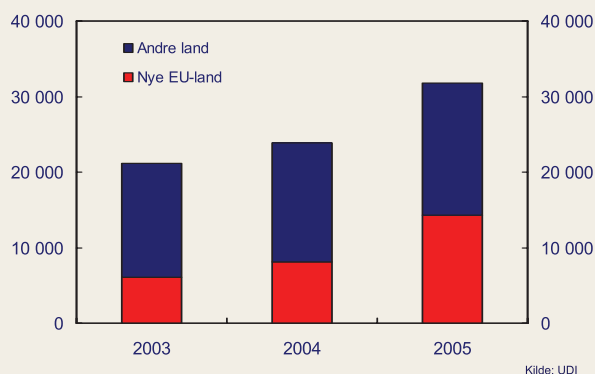
⁵ Alan Greenspan: Testimony before the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. Senate, July 13, 1988.

Figur 12. Sysselsetting, lønnskostnader og BNP Fastlands-Norge. Årlig vekst. Prosent



Figuren viser vekst i BNP, antall sysselsatte personer og lønnskostnader per utførte timeverk for lønnstakere i Fastlands-Norge. Årstall. Tall for 2005 og 2006 er anslag fra Inflasjonsrapport 3/05. Anslått vekst i lønnskostnader er satt lik anslått lønnsvekst i Inflasjonsrapport 3/05. Anslaget inkluderer kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenestepensjon.

Figur 13. Arbeidstillatelser



Figuren viser gjennomsnittlig antall utenlandske arbeidere per år med gyldig arbeidstillatelse (gitt med formål arbeid) i Norge. Gjennomsnittet er beregnet ut fra månedstall, fra 1. januar 2003 til 1. desember 2005.

Nordiske borgere trenger ikke arbeidstillatelse og er derfor ikke inkludert i «andre land».

Nye EU-land omfatter Polen, Litauen, Latvia, Estland, Slovakia, Tsjekkia, Ungarn, Slovenia, Malta og Kypros.

Den sterke veksten i sysselsettingen på 1990-tallet førte til en stigning i lønnskostnadene, som igjen bidro til dempet vekst. Den moderate lønnsveksten de senere årene går hånd i hånd med en sterk konjunkturoppgang.

Den gode veksten i norsk økonomi har fortsatt i inneværende år. Lave renter, økte petroleumsinvesteringer og sterk vekst ute har vært de viktigste drivkreftene. De lave rentene bidro i starten av oppgangen til høy vekst i det private forbruket og i boliginvesteringene. I fjor var det god vekst også i eksporten og i investeringene i bedriftene. Det er nå en bred oppgang i etterspørselen etter varer og tjenester. Men det har tatt tid før sysselsettingen tok seg opp. Det skjer nå.

Inflasjonen har økt noe, men er fortsatt svært lav, selv 2½ år etter at konjunktorene snudde. Fortsatt holdes prisveksten nede av fall i prisene på importerte konsumvarer, økt konkurranse i flere markeder og av at vi er i en periode med lavere nominelle lønnstillegg.

Utviklingen i prisene på konsumvarer de siste to-tre årene er et resultat av gunstige trekk ved norsk og internasjonal økonomi. Den lave inflasjonen går sammen med vekst i realinntektene og produksjonen. Det er altså ikke svikt i etterspørsel, aktivitet og sysselsetting som ligger bak.

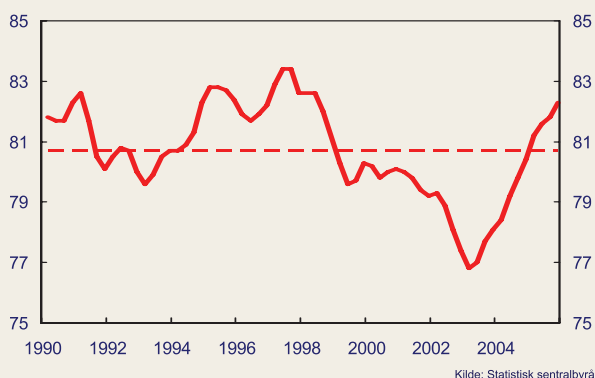
Tilfanget av arbeidskraft og produksjonsutstyr setter på kort sikt en ramme for hvor mye norske virksomheter kan produsere. Når produksjonen nærmer seg denne grensen, vil lønns- og prisveksten tilta. For en åpen økonomi som den norske, er denne grensen vag. Vi kjøper et stadig større spekter av varer og tjenester utenfra. Produksjon av varer beregnet på det norske markedet kan skje ute. Tjenester kan også leveres av produsenter i andre land.

Norske bedrifter søker ikke lenger etter arbeidskraft bare her hjemme. Andre nordiske land er en viktig kilde.

I fjor ble det i tillegg utstedt mer enn 30 prosent flere arbeidstillatelser enn året før (fig 13). En stor del av disse kom fra de nye EU-landene. Servitøren fra Sverige, den polske snekkeren, morellplukkeren fra Litauen, tannlegen fra Iran og legen fra Sri Lanka flytter kapasitetsgrensene i norsk økonomi.

Likevel, mange tjenester skal leveres og må utføres i Norge. Vi ønsker heller ikke å drive konkurranseutsatte virksomheter ut av fastlandsøkonomien. Forskjeller i språk og kulturell bakgrunn setter grenser for hvor raskt utenlandsk arbeidskraft kan settes inn. Og tilgangen kan bli mindre når de svenske og polske økonomiene nå vokser sterkt. Norske krav til kompetanse og godkjenningsrutiner demper også konkurransen. Lover og vedtak om bruk av minstetariffer kan begrense flyten av arbeidskraft.

Figur 14. Kapasitetsutnyttning i industrien. Prosent



Figuren viser trenden i kapasitetsutnyttning i industrien, målt i prosent, fra 1. kvartal 1990 til 4. kvartal 2005, slik den er målt i SSBs konjunkturbarometer. Den stiplede linjen angir gjennomsnittet for kapasitetsutnyttningen for perioden.

Vi har holdepunkter nå for at utnyttningen av kapasiteten øker i deler av norsk økonomi.

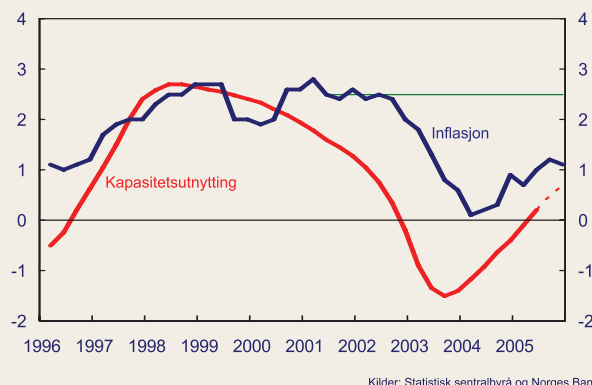
Ledere i norske industribedrifter rapporterer at de ikke har mye ledig arbeidskraft, utstyr og lokaler (fig. 14). Tre av fire bedrifter i bygg og anlegg oppgir at de ikke lenger har ledig kapasitet.⁶ Det lyses ut stadig flere ledige stillinger. Det blir meldt om knapphet på håndverkere, prosjekt- og arbeidsledere, ingeniører og fagarbeidere.

Selv om kapasitetsutnyttningen øker, er det ikke synlige inflasjonstegn. Marginene i næringslivet holdes nede av økt konkurranse. Lønnsveksten er fortsatt så lav at den styrker virksomhetene og sysselsettingen. Men vi har tidligere erfart at kostnadsstigningen raskt kan tilta. Oppgjørene i 2004 og 2005 ga en moderat lønnsvekst. Det er nå tegn til økte lokale tillegg i enkelte næringer. Tilleggene øker trolig i yrker hvor lønn er knyttet direkte til resultatene. Kommuner og offentlige virksomheter har fått økt sine inntekter markert, og det kan lett gli over i økte lønnskostnader. Arbeidsmarkedet er likevel ikke så stramt at det er stor risiko for at lønnsveksten tiltar vesentlig i inntektsoppgjøret til våren. Dessuten har arbeidstakerorganisasjonene fått gjennomslag for endringer i lover og regler på arbeidsmarkedet, og det reduserer trolig risikoen på helt kort sikt for lønnstillegg som svekker produksjonen.

Lønnsdannelsen i Norge har vært preget av at ganske lange perioder med moderate nominelle tillegg og stigende sysselsetting ender med at kostnadsstigningen – gjerne som følge av arbeidstidsreformer – tar seg kraftig opp, og sysselsettingen viker. Utviklingen i lønnskostnadene og oppgjørene i 1974 og 1975, i 1986 og 1987 og i perioden mellom 1998 og 2002 la grunnlag for senere svikt i produksjon og sysselsetting. Når vi setter renten, må vi løpende vurdere hvordan vi skal ta høyde for risikoen for et nytt kostnadsløft når arbeidsmarkedet strammes til.

I pengepolitikken veier vi hensynet til å stabilisere

Figur 15. Inflasjon og kapasitetsutnyttning i norsk økonomi. Prosent

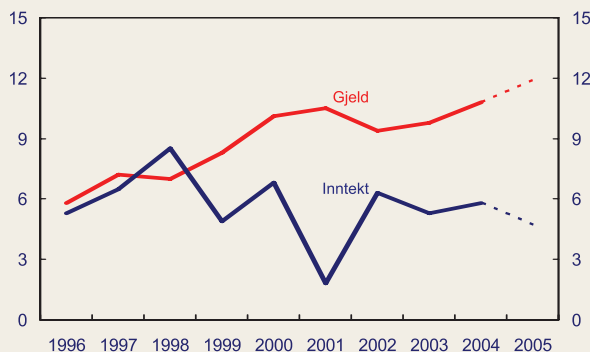


Figuren viser utviklingen i inflasjon og kapasitetsutnyttning i perioden fra 1. kvartal 1996 til 4. kvartal 2005. Inflasjon er vist ved KPI-JAE, som er KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (vekst fra tilsvarende kvartal året før). Kapasitetsutnyttelsen er målt ved Norges Banks anslag på produksjonsgapet. Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk produksjon og produksjon som er forenlig med stabil inflasjon (potensiell produksjon). Kvartalstallene for produksjonsgapet er avledet fra årstall. Anslagene for 3. og 4. kvartal 2005 er hentet fra Inflasjonsrapport 3/05. Den grønne linjen angir inflasjonsmålet på 2,5 prosent.

inflasjonen nær 2½ prosent over tid mot hensynet til stabil vekst i produksjon og sysselsetting (fig. 15). Med lav inflasjon har vi valgt å holde renten på et lavt nivå og tidvis vurdert en enda lavere rente. Men med god vekst i norsk økonomi siden sommeren 2003 har vi i stedet valgt å bruke noe tid på å bringe inflasjonen tilbake mot målet.

Husholdningenes gjeld har økt kraftig siden midten av 1990-tallet. Samtidig har boligprisene økt markert (fig. 16). Utviklingen i gjelden gjennom 1990-tallet kan vi trolig delvis se på som en forsinket tilpasning til dereguleringen av bolig- og kredittmarkedene på 1980-tallet, etter at mange husholdninger brente seg like etter oppmykningen.

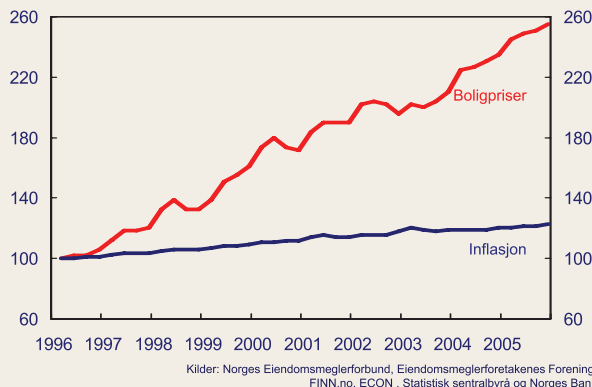
Figur 16a. Inntekt og gjeld i husholdninger. Årlig vekst. Prosent



Figur 16a viser vekst fra forrige år i husholdningenes disponible inntekt og gjeldsopptak fra 1996 til 2005. Årstall. Serien for disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte fra og med 2001. Gjeld er samlet kredittvekst til husholdningene i 4. kvartal, målt fra 4. kvartal året før. Anslag for 2005, se Inflasjonsrapport 3/05.

Figur 16b viser utviklingen i bolig- og konsumpriser fra 1. kvartal 1996 til 4. kvartal 2005. Seriene er indekset til 100 i 1996.

Figur 16b. Bolig- og konsumpriser. Indeks



Kilder: Norges Eiendomsmeglerforbund, Eiendomsmeglerforetakenes Forening, FINN.no, ECON, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁶ Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk, januar-februar 2006.

Samtidig har kredittmarkedet blitt dypere. Nye låneprodukter har kommet til, og det er lettere å få lån. Låntakere kan velge nedbetalingsprofil. Friere kreditt- og boligmarkeder gjør det mulig for folk å etablere en høy boligstandard tidlig i det voksne livsløpet og å tære på denne kapitalen sent i livet. De siste årene har det vært god vekst i husholdningenes inntekter, de har svært stor fremtidsstro, og de opplever trolig inntektsløftet som permanent. Det kan ha gitt en ytterligere stigning i boligpriser og gjeld. I tillegg bidrar nå de lave realrentene.

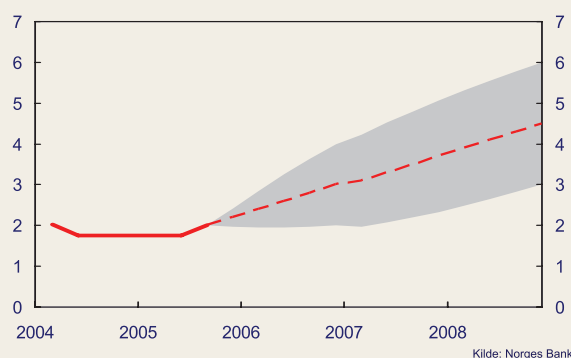
Vi har begrenset mulighet til å bremse de strukturelle endringene som skjer når husholdningene øker sin gjeld over flere år for å investere i boliger og andre eiendommer og aktiva. En rente som er tilstrekkelig til effektivt å bremse denne tilpasningen, ville samtidig hatt uheldige virkninger på aktiviteten i økonomien. Men husholdningene er mer sårbare når gjelda er høy. Lange perioder med sterk vekst i formuespriser og gjeld kan være en kime til senere ustabilitet i produksjon og sysselsetting.

Vi tror at det husholdninger og bedrifter venter om utviklingen i renten, betyr mer enn det aktuelle nivået når de låner og investerer.

Norges Bank gjør kjent sitt syn på utsiktene for norsk økonomi og for renten (fig. 17). Nå tilsier utsiktene for produksjonen og inflasjonen at renten gradvis – i små og ikke hyppige skritt – bringes opp mot et mer normalt nivå.⁷ Det er usikkerhet i den økonomiske utviklingen. Vi viser usikkerheten for renten fremover med det skygge-lagte feltet i figuren, som er ment å fange opp utfallet med 70 prosent sannsynlighet.

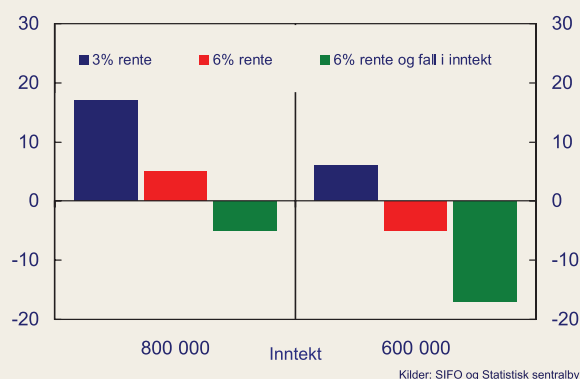
Konsekvensen for to familier av økt rente er illustrert i figur 18. Begge består av to voksne og to barn. Den ene har en bruttoinntekt på 800 000 kroner og 2 millioner kroner i gjeld. Den andre har en inntekt på 600 000 kroner og 1½ millioner kroner i gjeld. Her viser vi hvor stor andel av inntekten de to familiene sitter igjen med når basisutgifter, renter og avdrag er betalt. Familien med en inntekt på 800 000 kroner kan rimelig greit håndtere en

Figur 17. Prognose for styringsrenten. Prosent



Figuren viser faktisk utvikling i og Norges Banks prognose for styringsrenten (foliorenten) i Inflasjonsrapport 3/05 fra 1. kvartal 2004 til 4. kvartal 2008. Skravert areal representerer ett standardavvik.

Figur 18. Til overs etter basisutgifter, renter og avdrag. I prosent av inntekt



Figuren viser et eksempel på hva to familier har igjen som disponibelt beløp i prosent av inntekt etter skatt, etter at basisutgifter, renter og avdrag er betalt.

Den ene familien har en bruttoinntekt på 800 000 og en gjeld på 2 millioner. Den andre familien har en bruttoinntekt på 600 000 og en gjeld på 1,5 millioner. Begge lånene har en nedbetalingstid på 20 år.

Basisutgifter er basert på et standard SIFO-budsjett for en husholdning med to voksne og to barn (2 år og 14 år), på 222 480 kroner i året. I tillegg er det lagt til andre utgifter, blant annet utgifter til strøm, på 16 000 i året.

De blå stolpene viser disponibelt beløp i prosent av inntekt etter skatt for hver familie ved et rentenivå på 3 %. De røde stolpene viser tilsvarende ved et rentenivå på 6 %, og de grønne stolpene ved et rentenivå på 6 % og et inntektsbortfall på 10 %.

gjeld på 2 millioner selv etter at renten har økt med tre prosentenheter. Familien med den laveste inntekten får det knapt. Det vil kreve utsettelse av avdrag, og selv om de skulle slippe avdragene noen år, vil de ha lite å gå på når basisutgiftene er betalt. For å få større handlingsrom må familien eventuelt skaffe seg økte inntekter eller redusere boligforbruket og kvitte seg med gjeld.

Begge familier vil være sårbare dersom ett familie-medlem mister arbeidsinntekt og i stedet må over på trygd. Med et bortfall av inntekt på ti prosent vil også familien med det høyeste inntektsnivået måtte tilpasse utgiftene vesentlig.

De to familiene har høyere gjeld enn gjennomsnittet, men en slik gjeld er ikke helt uvanlig. For de fleste husholdninger vil det imidlertid være ganske enkelt å dekke de gradvis økte renteutgiftene.

Utsiktene for norsk økonomi er gode. Produksjonen har tatt seg opp, men ennå ikke så mye at det er synlige inflasjonstegn. Så lenge prisene stiger lite, vil det være riktig å ha en lav rente. Men når kapasitetsutnyttingen øker, må renten gradvis videre opp mot et mer normalt nivå.

Til tross for at prisveksten en periode har avveket fra målet, er det ikke tegn til at aktørene i det økonomiske livet har endret syn på fremtidig inflasjon. Forventningene er stabile. Når husholdninger og foretak tar beslutninger om sparing og investeringer og setter priser, kan de trygt se bort fra muligheten for vedvarende markert økning eller fall i det generelle prisnivået. Næringslivet

⁷ Bygger på analysene i Inflasjonsrapport 3/05 og vurderingene gitt i pressemelding etter Norges Banks rentemøte 25. januar 2006.

kan legge til grunn at lønns- og kostnadsveksten ikke vil vende tilbake til nivået fra 1970- og 80-tallet. Arbeidstakerne vet at tillegg i lønn ikke vil bli spist opp av inflasjonen. Målet om lav og stabil inflasjon er troverdig.

4. Er vi skodd for fremtiden?

Våre virksomheter har fått adgang til nye markeder og blir i større grad utfordret av andre. Nye virksomheter vokser fram, samtidig som andre innskrenker og legger ned.

Vi har nå bak oss 15-20 år med ganske god makroøkonomisk styring. Det gir et godt utgangspunkt for vekst i norsk økonomi. Banksystemet og verdipapirmarkedene er fullgodt utviklet. Det er stort sett bare ulønnsomme prosjekter som mangler finansiering og kapital. Ved oppkjøp snur nye eiere opp ned på dårlig drevne virksomheter. I Norge som i andre industrialiserte land er retten til egen eiendom godt beskyttet. Det er et konkurransefortrinn, og et grunnleggende vilkår for at en markedsøkonomi skal kunne fungere over tid.

Vi liker å mene at utdanningsnivået i arbeidsstyrken er høyt, og finner for så vidt støtte i OECDs undersøkelser. Skattereformene i 1992 og 2006 bidrar til at vi finansierer velferdsstaten på en temmelig effektiv måte. Infrastrukturen utvikles. Den sikkerhet som vårt velferdssystem gir, gjør det lettere enn i mange andre land å omstille virksomheter. I likhet med andre nordiske land praktiserer vi spillereglene i arbeidsmarkedet i det vesentlige slik at de ikke hindrer omstillinger.

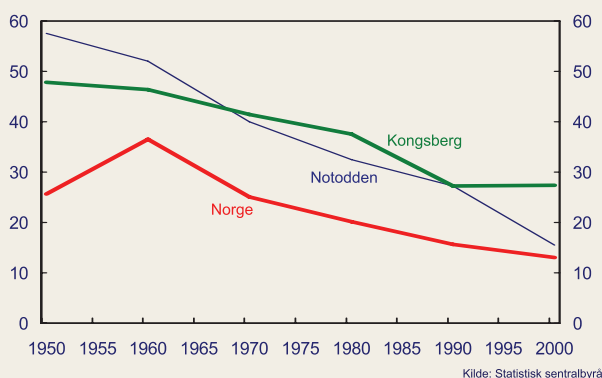
Vi lærte mye om gode og mindre gode omstillinger på 1970- og 1980-tallet. To lokalsamfunn som har måttet legge om, er Kongsberg og Notodden.

Hjørnesteinsbedriftene i de to byene måtte nedbemanne kraftig (fig. 19). Det gikk godt på Kongsberg. Da Kongsberg Våpenfabrikk stod overfor en mulig konkurs og ble omstrukturert i 1987, ble forsvarsvirksomheten videreført, mens all sivil virksomhet ble splittet opp og solgt. De nye selskapene og avleggere i Horten, Stjørdal og Egersund har god vekst og lønnsomhet. Flere av bedriftene er blitt ledende på sine områder. God tilgang på spisskompetanse i tekniske fag har vært viktig for at bedriftene har kunnet omstille seg.

På Notodden gikk det tynge. På 1950-tallet sysselsatte Tinfos Jernverk og Norsk Hydro mer enn 1500 industriarbeidere. Mot slutten av 1960-årene startet nedbemanningen. Nå er prosessindustrien nedlagt. Mange yrkesaktive pendler ut av kommunen, blant annet til Kongsberg. Andelen av befolkningen som er ufør eller på ulike arbeidsmarkedstiltak, ligger over gjennomsnittet for landet (fig. 20). Grunnlaget for å etablere ny virksomhet har ikke vært like godt som på Kongsberg, men det er nå endelig tegn til at utviklingen snur til det bedre.

Staten eide Kongsberg Våpenfabrikk alene. Av mange ble dette sett på som en garanti for videre drift. Selskapet måtte stadig ha påfyll av statlig kapital etter

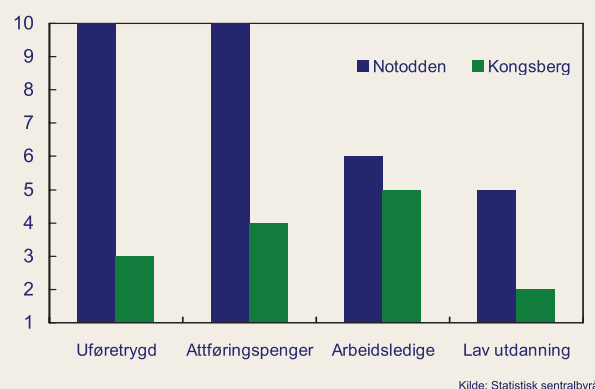
Figur 19. Industriarbeidere i prosent av yrkesaktive



Figuren viser antall yrkesaktive i industrien i prosent av totalt antall yrkesaktive for Notodden, Kongsberg og Norge. Tallene er hentet fra folke- og boligtellinger i 1950, 1960, 1970, 1980, 1990 og 2001.

I 2001 ble tallene for yrkesaktive i folke- og boligtellingen tatt fra register. Statistikken bruker derfor sysselsatte som tilnærming for yrkesaktive.

Figur 20. Levekårsproblemer. Indeks. 2005

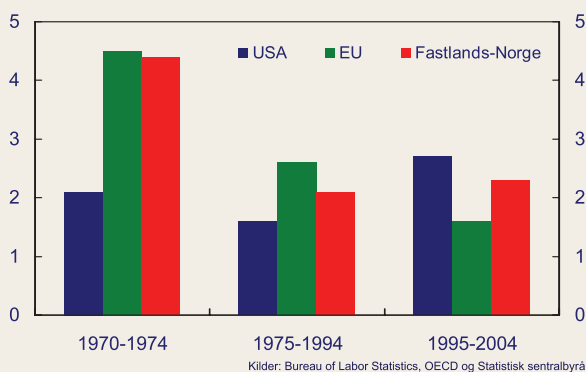


Figuren viser utviklingen i enkelte delindekser for levekårsproblemer, utarbeidet av Statistisk sentralbyrå. Indeksene tar verdier fra 1 til 10. Kommunene og bydelene er rangert i 10 like store grupper. Verdien 1 innebærer at kommunen tilhører de 10 prosent med lavest verdi på indikatoren osv., mens verdien 10 innebærer at kommunen tilhører de 10 prosent med høyest verdi på indikatoren. En høy verdi på en indikator innebærer for eksempel en relativt høy andel uføretrygdte, arbeidsledige etc.

dårlige resultater. Da staten valgte å la bedriften gå til gjeldsforhandlinger, var det også et viktig veivalg i utøvelsen av statlig eierskap. Krav til overskudd disiplinerte de nyetablerte selskapene. Samtidig førte oppsplitting til at kunnskap og verdier ble synlige.

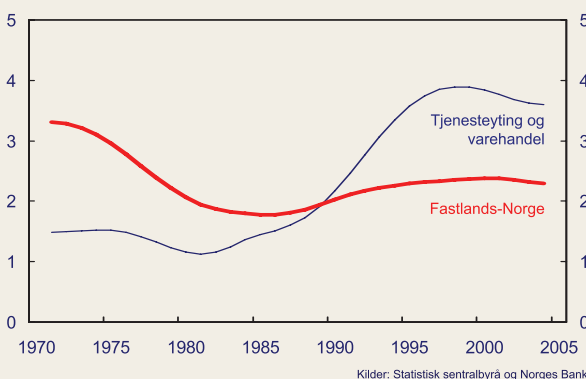
Statens eie i norsk næringsliv er fortsatt omfattende, men forvaltningen av eierskapet er lagt om etter erfaringer fra Kongsberg, og fra Mo i Rana, Sulitjelma og Syd-Varanger. Eierstyringen skjer gjennom vedtak i generalforsamling og etter innstillinger fra valgkomité, og styre og ledelse kan drive selskapene med mål om å øke verdiene. De statlige selskapene er underlagt akkurat samme markedsdisiplin som andre, med krav til avkastning og kontinuerlig omstilling og utvikling. Det er da også bare slik selskap kan unngå å stagnere.

Figur 21. Produktivitsvekst i næringslivet. Prosent



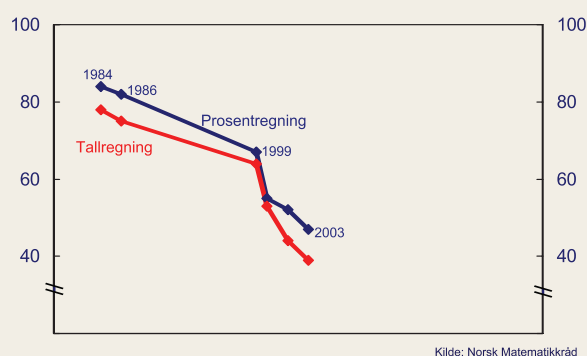
Figuren viser den gjennomsnittlige produktivitsveksten i næringslivet i Fastlands-Norge, USA og EU-landene i periodene 1970-1974, 1975-1994 og 1995-2004. Produktivitet er beregnet som bruttoprodukt per timeverk. For EU og Norge mangler tall fra 1970. For USA har vi benyttet tall for «non-farm business sector». EU omfatter her Tyskland, Frankrike, Italia, Belgia, Nederland, Danmark, Irland, Storbritannia, Spania, Finland og Sverige.

Figur 22. Produktivitet i Norge. Årlig vekst. Prosent



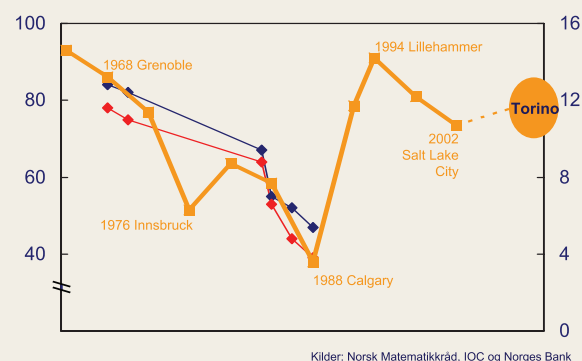
Figuren viser trendmessig vekst i produktiviteten for Fastlands-Norge, og for tjenesteyting og varehandel, fra 1971 til 2004. Årstall. Tallene er en Hodrick Prescott-trend beregnet av Norges Bank.

Figur 23. Matematikkunnskaper blant nye studenter. Prosent riktige svar



Figuren viser andelen studenter i prosent med riktige svar oppnådd på to av oppgavene som Norsk Matematikkråd har testet studenter med i 1984, 1986, 1999, 2000, 2001 og 2003. Testene er nasjonale, og er tatt av nye studenter ved universiteter og høyskoler.

Figur 24. Norske medaljer i vinter-OL i prosent av totalt antall



Figuren er som figur 23, men viser her også prosent norske medaljer av totalt antall medaljer i vinterolympiadene fra 1964 til 2002 (høyre akse).

Gjennom oljefondet eier staten aksjer for over 500 milliarder norske kroner, fordelt på nær 3500 selskaper i over 30 land. Her er det tale om en minoritetsinteresse. Mens det langsiktige eierskapet i statsselskaper krever disiplin i eierutøvelsen og avstand til løpende beslutninger, er utfordringen i oljefondet å hevde minoritetsinteresser og å bidra til at styringen av selskapene er åpen. Her kan vi bygge på internasjonalt anerkjente prinsipper fra OECD og FN.

Omstillinger i statsbedrifter og næringslivet ellers har bidratt til mer effektiv bruk av arbeidskraft, kapital og andre ressurser.

Internasjonale sammenligninger tyder på at Norge produserer ganske effektivt – også i andre sektorer enn olje og gass (fig. 21).⁸ Sammenligninger viser at både Norge og Europa lenge halte innpå USA. For Norges del utviklet produktiviteten seg særlig godt ved inngangen til 1970-tallet. Veksten var svakere fra midten av 1970-

tallet og fram til starten av 1990-tallet, men har siden tatt seg noe opp igjen.

Utviklingen har vært svakere i mange europeiske land det siste tiåret. Særlig omstillingene i varehandelen og finansnæringen har gått saktere i Europa enn i USA. Utviklingen i Norge likner her mer på den amerikanske. Når produktivitsveksten øker hos oss, er det først og fremst varehandel, post, tele og bank som bidrar (fig. 22).

To forhold synes å være viktige for vekst:

For det første: I områder og virksomheter i tilbakegang kan motgang utløse kreativitet når selskaper splittes opp og nye eiere trår til.

Og for det andre: For å høste fordelen av ny teknologi må virksomhetene raskt kunne tilpasse arbeidsstokken.⁹

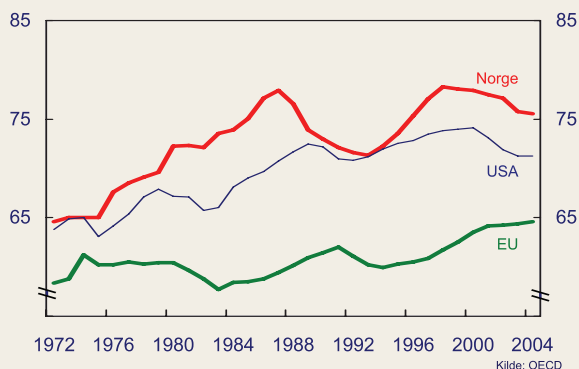
Men, mer grunnleggende henger evnen til vekst og omstilling nøye sammen med kunnskap. Europeiske undersøkelser tyder på at viten om naturvitenskap og teknologi er god i den voksne befolkningen.¹⁰ Undersøkelser blant

⁸ Se blant annet; OECD (2006): Economic Policy Reforms: Going for Growth; Bart van Ark (2005): «Europe's Productivity Gap: Catching Up or Getting Stuck»; og Christine Cumming: Panel Remarks in a Symposium on Productivity, Competitiveness, and Globalization, Banque de France, Paris, November 4, 2005.

⁹ Se for eksempel Cumming (2005) og van Ark (2005), op.cit.

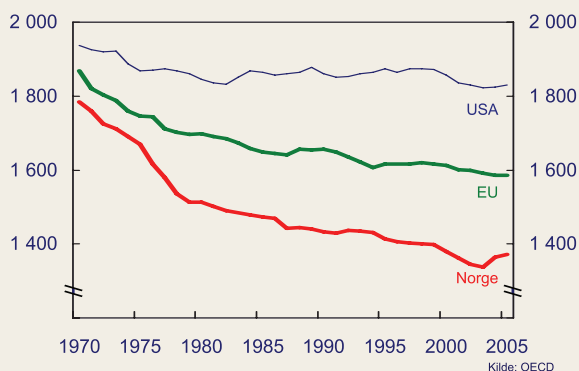
¹⁰ European Commission (2005): Special Eurobarometer 224, Europeans, Science and Technology, June 2005.

Figur 25. Andel sysselsatte. Prosent



Figuren viser sysselsettingsfrekvensen i Norge, USA og EU (EU-15) fra 1972 til 2004. Sysselsettingsfrekvensen er målt som sysselsatte personer i alderen 15-64 år i prosent av den totale befolkningen i samme aldersgruppe. Årstall.

Figur 26. Arbeidstimer utført per ansatt



Figuren viser faktiske arbeidstimer utført per ansatt i USA, EU og Norge fra 1970 til 2004. Årstall. EU omfatter her kun euroområdet.

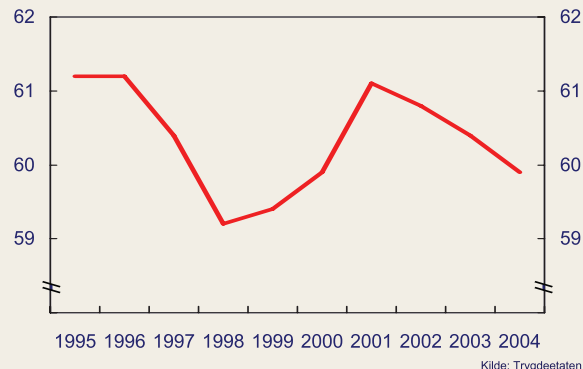
skoleelever og studenter gir ikke et like positivt bilde. En rapport fra Norsk Matematikkråd viser at kunnskaper i matematikk hos nye studenter ved universiteter og høyskoler har gått sterkt tilbake de senere årene.¹¹ Også de faglig mest dyktige studentene skårer mye lavere enn før. Her (fig. 23) er det illustrert med prosent riktige svar for tallregning og prosentregning, men vi finner tilsvarende for andre deler av faget. Norge tar en økonomisk risiko når vi lar kompetansenivået forvitte slik.

Men – for å se lysere på det: Vi har jo tidligere erfart at negative trender kan snus på svært viktige områder av samfunnslivet (fig. 24).

Vår viktigste ressurs er arbeidskraften. Andelen av befolkningen som er sysselsatt, er høy i Norge (fig. 25). Det skyldes at mange ønsker å delta, og at de aller fleste får jobb.

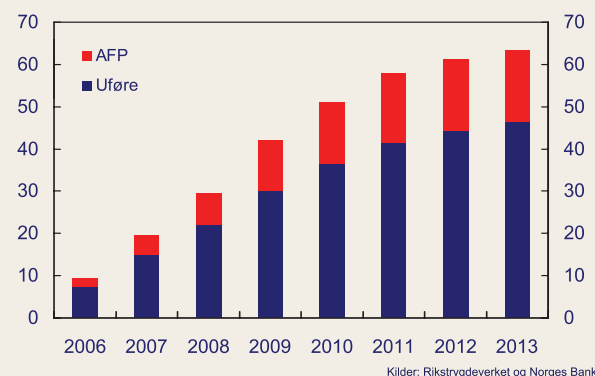
Men det norske arbeidsmarkedet har også sine svake sider. Vi jobber færre timer per år enn i USA og resten av Europa (fig. 26). Både i Norge og i resten av Europa forklarer lengre ferier og kortere arbeidsdager fallet i antall arbeidstimer. Normalarbeidsåret er kort i Norge,

Figur 27. Forventet alder ved pensjonering



Figuren viser forventet pensjoneringsalder fra 1995 til 2004. Tallene angir gjennomsnittlig pensjoneringsalder, korrigert for skjevhet i befolkningenes alderssammensetning og dødelighet.

Figur 28. Nye AFP- og uførepensjonister. Anslag i tusen



Figuren viser Norges Banks anslag på nye AFP- og uførepensjonister for perioden fra 2006 til 2013, basert på demografisk utvikling og aldersbestemte tilgangsrater til uføretrygd og AFP i 2005. Årstall.

men på den andre siden har vi også et større innslag av deltidsarbeidende enn i andre land. Adgangen til slik arbeidstid har lenge gjort det lettere for kvinner og for unge arbeidstakere å komme inn i arbeidslivet.

Inntektsnivået i Norge har steget. Mange vil ønske å ta ut deler av økningen som mer fritid, i form av kortere arbeidsdager eller lengre ferier. Og det har skjedd. Dessuten pensjonerer vi oss stadig tidligere. Forventet pensjoneringsalder er nå under 60 år (fig. 27). Det er da tatt hensyn til uføretrygding. Samtidig lever vi lenger, og vi tar fri en stadig større del av livet.

De store etterkrigskullene når først fram til ordinær pensjoneringsalder etter 2012, men nærmer seg nå alderen for å kunne gå av med AFP. Velger de å bruke ordningen slik den benyttes i dag, vil det være 16 000 flere AFP-pensjonister om seks år. Tilsvarende vil aldringen av befolkningen gi 41 000 nye uførepensjonister (fig. 28).

Insentivene som ligger i pensjonsregler, stønader og

¹¹ Kilde: Høgskolen i Telemark: «Norsk Matematikkråds undersøkelse blant nye studenter høsten 2003», februar 2004.

skatter, inviterer til tidlig pensjonering. Pensjonsreglene gjør det dyrt for virksomhetene å ansette eldre arbeidstakere. Den lønnsutviklingen den enkelte ser som riktig over livsløpet, kan dessuten avvike fra den utviklingen i yteevne arbeidsgiveren tror på.

Grunnproblemet synes å være at den enkelte ikke i tilstrekkelig grad stilles overfor de samfunnsøkonomiske kostnadene ved fritid og tidlig pensjonering. De enkelte virksomheter møter heller ikke riktige incentiver.

5. Sparing og avkastning i oljefondet

Arbeidskraften er så visst vår viktigste nasjonale ressurs. Men landet har også en stor petroleumsformue. Statens andel består dels av verdien av petroleum under havbunnen og dels av en finansiell formue i det som nå heter Statens pensjonsfond – Utland, for de fleste kjent som oljefondet (fig. 29).

Det er misvisende å se på kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten som en inntekt, slik det gjøres i budsjetter og regnskaper. Samfunnsøkonomisk er det riktig å se på plasseringen av kontantstrømmen i oljefondet som en måte å flytte en formue fra en konto til en annen – fra petroleum til verdipapirer i utlandet.¹² Ved omplasseringen sprer vi risiko.

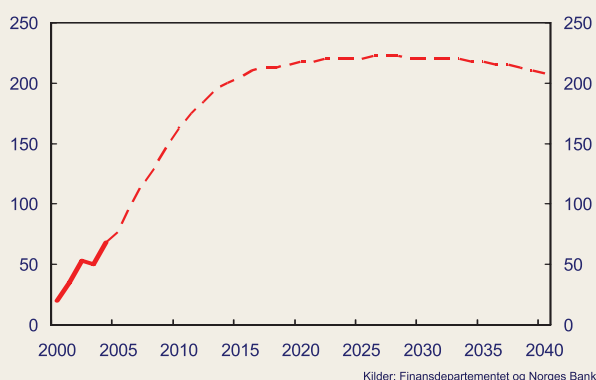
Vi er i en fase med høy olje- og gassproduksjon, og prisene er gode. Det blir derfor overført mye midler nå fra den ene kontoen til den andre. Sammen med god avkastning har det ført til at verdien av oljefondet vokser raskt og kan komme til å vokse slik også i de nærmeste årene fremover.

Fondet nærmer seg nå ett BNP og kan nå to i løpet av det neste tiåret. Vi bygger da på at oljeprisen holder seg høy de nærmeste årene for deretter å falle ned mot 30 dollar per fat. Erfaringer har vist at både prognoser for oljeproduksjon og oljepriser er svært usikre.

Staten har lagt til grunn en normal reell avkastning på 4 prosent for sitt uttak fra fondet til å finansiere løpende utgifter. Med uttak etter en slik regel vil avkastningen kunne komme til å finansiere over 15 prosent av statens utgifter om ti år. Vi får altså svært mye igjen for å forvalte oljeformuen godt. Avkastningen er en fremtidig inntekt vi gir slipp på hvis vi tærer på formuen i dag. Men selv med disse inntektene må over 80 prosent av utgiftene dekkes fra andre kilder. Og finansieringen av de store pensjonsutgiftene som begynner å løpe etter 2012, vil i alle fall bli svært krevende.

Oljefondet har en forsiktig investeringsstrategi, med bred spredning av risiko, og det ventes 4 prosent reell avkastning på lang sikt. Det er eksempler på bedrifter og investorer som over tid oppnår langt høyere avkastning på sin kapital. Men det er da viktig å huske at for hver vellykket investor som oppnår høy avkastning, finnes det mange andre med samme ambisjon og risikovilje, men

Figur 29. Statens pensjonsfond – Utland. Prosent av BNP Fastlands-Norge



Figuren viser utviklingen i verdien av Statens pensjonsfond – Utland, som prosent av BNP Fastlands-Norge, fra 2000 til 2040. Årstall.

med verre resultat og konkurser på rullebladet. Oljefondet kan ikke ta sjansen på å havne i den dårlige gruppen.

Globaliseringen av finansmarkedene gir fondet gode muligheter til å plassere og å spre risiko. Men vi kan likevel ikke gardere oss mot store årlige svingninger i verdien av formuen. Vi investerer i de internasjonale aksjemarkedene hvor kursene svinger mye. Det er også disse svingningene som gjør at plasseringer i aksjer over tid gir bedre avkastning. Det beste året i fondets historie så langt var 2003, med en reell avkastning på 11 prosent. Det stod i skarp kontrast til resultatet året før, som var -6 prosent.

Bruken av avkastningen av fondet må derfor jevnes ut over tid for å unngå at hendelser i internasjonale kapitalmarkeder forplanter seg til norsk økonomi.

6. Avslutning

Med Peer Gynt tegnet Henrik Ibsen et lite flatterende bilde av nordmannen som reiste ut og gjorde gode penger, men var seg selv nok. Til slutt sto han tilbake ribbet for gods og gull.

Ibsen selv reiste ut. Den norske naturen og væremåten lå bak hans diktning. Men det var først i møtet med andre strømninger og tankesett at han gjorde om erfaringene han bar med seg, til diktning i verdensklasse.

I dårekisten der hver var seg selv aldeles forbannet, ei hadde sans for andres ideer men lukket seg inne i selvets tønne, ble Peer Gynt kronet til selvets keiser. Da roller ble snudd rundt og vokterne protesterte, var svaret fra Begriffenfeldt – dårehusets forstander: «Når verden snurrer, så snurrer vi med».¹³

Det er en holdning vi synes lite om. Vi skal ikke snurre hjelpeløst med. Vi skal dra nytte av mulighetene globaliseringen gir, men da også selv bidra til endringene.

¹² Det meste av statens kontantstrøm fra salg av olje og gass skriver seg fra tapping av formue under havbunnen (grunnrenten), mens resten er en normal avkastning av investert kapital.

¹³ Kilde: Hentet fra fjerde handling i «Peer Gynt», i Henrik Ibsen. Samlede verker, Gyldendal, 1978.

Prognoser, usikkerhet og valg av renteforutsetning i pengepolitikken¹

Jarle Bergo, visesentralbanksjef

Innledning

Det har ofte vært stor interesse for Norges Banks syn på den fremtidige renteutviklingen. Våre analyser var lenge basert på at renten ville utvikle seg i tråd med markedsaktørenes forventninger, og da gikk diskusjonen gjerne på om banken var enig i disse renteutsiktene eller hadde en annen renteutvikling i bakhodet. I Inflasjonsrapport 3/05 ble prognosene for første gang basert på bankens eget anslag på fremtidig rente. Fra å bruke tekniske forutsetninger og andres vurderinger om vår fremtidige rentesetting, har vi altså nå selv i en viss forstand «tatt eierskap» over rentebanen i prognosene våre. I denne artikkelen gjøres det nærmere rede for bakgrunnen for dette og de vurderingene vi gjør i prognosearbeidet.

Når vi lager prognoser for størrelser som produksjon og inflasjon, må vi samtidig ha en oppfatning av utviklingen i fremtidig rente. Renteutviklingen kan i sin tur ikke ses uavhengig av de øvrige anslagene.

Valg av rentebane i prognosearbeidet er viktig fordi det først og fremst er gjennom forventninger at pengepolitikken påvirker det økonomiske forløpet. Dette blir nærmere drøftet under. Jeg vil først gå inn på hvordan Norges Bank behandler renten i prognosearbeidet. Deretter ser jeg nærmere på det analyseverktøyet banken bruker for å komme fram til et anslag på fremtidig rente. Til slutt tar jeg for meg usikkerheten i prognosene.

Valg av renteforutsetning i prognosearbeidet

Norges Bank søker å oppnå en renteutvikling som gir en rimelig avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen på målet og stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Da må vi ha en oppfatning av hvordan disse størrelsene vil utvikle seg fremover, og hvordan de påvirkes av hva renten er. For å utarbeide prognoser for inflasjonen og produksjonen, kreves det derfor at en også har en oppfatning av utviklingen i fremtidig rente.

Renten kan behandles på flere måter i prognosearbeidet. Det kan være argumenter for å hente renteforutsetningen utenfra, som en eksogen antagelse, enten ved å forutsette at renten holder seg konstant over prognoseperioden, eller at den utvikler seg i tråd med markedets renteforventninger. Anslagene som følger av slike tekniske renteforutsetninger, gir ikke nødvendigvis en rimelig avveining mellom de ulike hensynene pengepolitikken

skal ta. I enkelte tilfeller kan både renteforutsetningen og anslagene fremstå som urimelige. Det kan reise spørsmål om hensikten med anslagsarbeidet. Det gir imidlertid et utgangspunkt for verbalt å drøfte justeringer i rentebanen som gir mer akseptable resultater.

Alternativt kan en forsøke å behandle renten på lik linje med andre størrelser det lages anslag for. En må da prøve å lage anslag for inflasjonen, produksjonen og renten samtidig, hvor formålet med anslagene er å komme fram til en renteutvikling som gir en rimelig avveining mellom de ulike hensynene pengepolitikken skal legge vekt på. Dersom sentralbanken har som intensjon å følge denne rentebanen, kan man se på dette som en prognose for renten, snarere enn en teknisk forutsetning.

Det er ikke nødvendigvis enkelt å etablere en slik rentebane. Fleksibel inflasjonsstyring, som er vårt system, innebærer at vi skal se hen både til avviket fra inflasjonsmålet og produksjonsgapet. Det er stor usikkerhet knyttet til beregning av produksjonsgapet, og det er ingen enkel sammenheng mellom utviklingen i produksjonsgapet og utviklingen i inflasjonen. En kan derfor ikke med stor tyngde hevde at en kan identifisere en bestemt renteprognose som representerer den udiskutabelt «beste» avveiningen i pengepolitikken. Det vil nok ofte være slik at det finnes flere rentebaner som vil kunne sies å gi en rimelig avveining, usikkerheten tatt i betraktning.

Norges Banks behandling av renten i prognosearbeidet har endret seg over tid. I 1999 og 2000 ble det lagt til grunn en rente som utviklet seg i tråd med markedets forventninger slik disse ble målt ved terminrentene. I 2001 og 2002 gikk banken over til å forutsette at renten holdt seg konstant ut prognoseperioden. Det konstante nivået på renten ble beregnet på bakgrunn av historiske gjennomsnitt, men den historiske perioden som ble lagt til grunn for beregningene kunne variere fra gang til gang. Ved noen anledninger reflekterte renteforutsetningen gjennomsnittet renten hadde hatt de siste tre månedene, ved andre anledninger gjennomsnittet siste måned. Fra midten av 2003 ble renteforutsetningen igjen knyttet til markedsforventningene, og høsten 2005 publiserte vi altså vår egen renteprognose.²

I tillegg til disse endringene i valg av renteforutsetning har Norges Bank også ved noen anledninger knyttet kommentarer til markedets renteforventninger. I desember 2000 ga banken i lederen i inflasjonsrapporten uttrykk for at aktørene i markedet hadde en annen vurdering av den fremtidige renteutviklingen enn det banken så

¹ Artikkelen bygger på foredraget med samme tittel, holdt på Samfunnsøkonomenes Forenings valutaseminar på Sanderstølen 27. januar 2006.

² For nærmere beskrivelse av hvordan Norges Bank beregner markedets renteforventninger målt ved terminrentene, se Kloster, A. (2000): «Beregning og tolking av renteforventninger», Penger og Kreditt 1/2000, og Myklebust, G. (2005): Documentation of the method used by Norges Bank for estimating implied forward rates, Staff Memo 2005/11, Norges Bank. Begge artiklene finnes på www.norges-bank.no

for seg. Banken uttrykte da at «det ser derfor ut til at aktørene har en annen oppfatning av sannsynligheten for rentefall enn det Norges Bank gir uttrykk for».

Kommunikasjonen etter de enkelte rentemøtene kunne inneholde informasjon om den sannsynlige renteutviklingen i nær fremtid. Etter at inflasjonsmålet ble innført i mars 2001, fikk de pengepolitiske vurderingene etter hvert større plass i inflasjonsrapportene. I noen tilfeller uttrykte banken at den ønsket en utvikling i renten som var annerledes enn det som lå til grunn for anslagene. For eksempel i Inflasjonsrapport 2/04 het det at «det mest nærliggende nå synes å være at renten holdes uendret lenger enn det som i dag forventes i markedet». Norges Bank mente altså at en rentebane som lå lavere enn det som var priset inn i markedet, ga en bedre avveining.

Figur 1 illustrerer det som skjedde sommeren 2004. Den blå stiplede kurven viser den rentebanen som lå til grunn for anslagene. Denne kurven var identisk med markedets renteforventninger slik disse ble målt ved terminrentene. Norges Bank ga i inflasjonsrapporten uttrykk for at en lavere rentebane enn den markedet

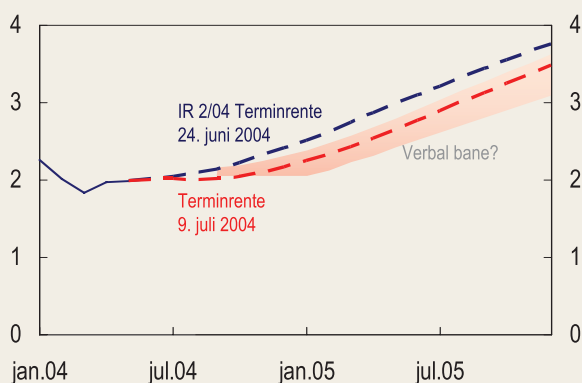
forventet, ville gi en bedre avveining. Det ble imidlertid ikke sagt eksplisitt hvor denne skulle ligge, men som en illustrasjon kan det kanskje illustreres med det fargede området. I tiden etter publiseringen av inflasjonsrapporten falt markedsforventningene i ønsket retning. Dette er vist ved den røde stiplede kurven. Markedsaktørene fant imidlertid ikke veiledning i rapporten for å kunne vurdere om det nye nivået var det Norges Bank mente ga en rimelig avveining. Svaret på dette kom først i den påfølgende inflasjonsrapporten høsten 2004, da banken uttrykte at «ut fra den kunnskap vi har i dag – også om mulige virkninger av alternativ rentesetting – synes en slik utvikling å gi en rimelig avveining». På bakgrunn av dette kan det reises spørsmål om Norges Banks veiledning til markedet sommeren 2004 kunne vært enda bedre.

I første og annen inflasjonsrapport i 2005 ble terminrentene lagt til grunn for renteforutsetningen, men kurven ble justert opp i siste del av prognoseperioden, se figur 2. Det ble pekt på særskilte forhold som kunne tilsi at de beregnede terminrentene undervurderte de egentlige forventningene. Den justerte rentebanen – referansebanen – ble vurdert å gi en rimelig avveining mellom de ulike hensynene pengepolitikken skal ta.

Norges Bank har over tid valgt ulike renteforutsetninger. Det har dels hatt bakgrunn i at banken har vurdert rimeligheten av renteforutsetningen og ikke helt mekanisk lagt bestemte tekniske forutsetninger til grunn.

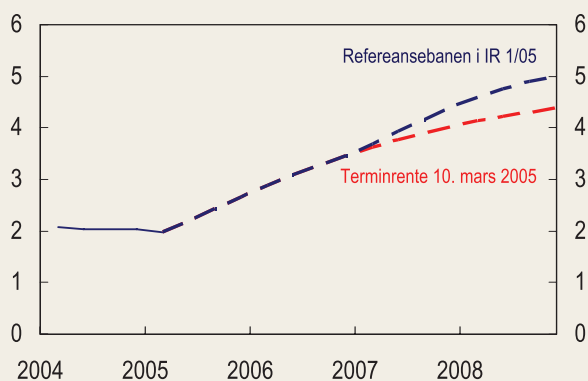
Fra og med Inflasjonsrapport 3/02 er det blitt gjort kjent et intervall som banken mener foliorenten bør ligge i de kommende fire månedene. Intervallet ble i begynnelsen gjort kjent i etterkant av den perioden det gjaldt for. Siden Inflasjonsrapport 2/04 gjøres det kjent i forkant av perioden. Intervallet uttrykker bankens anslag på foliorenten de neste fire månedene, betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått. Intervallet er en viktig del av bankens kommunikasjonsstrategi. Ved at vi nå i tillegg offentliggjør en renteprognose for hele prognoseperioden og ikke bare for de neste fire månedene, får aktørene i det økonomiske liv en bredere innsikt i analysegrunnlaget, de vurderingene som er gjort, og bankens reaksjonsmønster.

Figur 1 Markedsrente og vår kommunikasjon juni 2004



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Terminrentene og referansebanen i IR 1/05



Kilde: Norges Bank

Mulige fordeler med en eksplisitt prognose for renten

I arbeidet med å lage anslag for inflasjon og produksjon kan det være flere fordeler ved å legge til grunn en renteprognose som banken mener gir en rimelig avveining mellom de ulike hensynene i pengepolitikken.³

Med en slik kommunikasjon går det fram hvilken rentebane banken mener avveier de hensyn pengepolitikken skal ta. Gitt den informasjonen banken har og de vurderingene banken gjør på tidspunktet for anslagene, vil renteprognosen i inflasjonsrapporten være et uttrykk for

³ Argumenter for at sentralbanken bør gå ut med en renteprognose drøftes nærmere i noen arbeider presentert på Sveriges riksbanks konferanse: «Inflation targeting: implementation, communication and effectiveness»: <http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=15814>. Særlig vises til Archer, D. (2005): «Central-bank communication and the publication of interest rate projections», Faust, J. og E. Leeper (2005): «Forecasts and inflation reports: An evaluation», Svensson, L.E.O. (2005): «Further developments of inflation targeting» og Woodford, M. (2005): «Central-Bank communication and policy effectiveness».

en pengepolitikk som gir en rimelig avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen på målet og stabilisere produksjon og sysselsetting. Denne prognosen vil i mange tilfeller kunne ligge nær markedsforventningene, men det trenger ikke nødvendigvis være slik.

Når renteprognosen gir uttrykk for en pengepolitikk som gir en rimelig avveining, bidrar den til å gjøre pengepolitikken mer forutsigbar. Med en forutsigbar pengepolitikk kan markedsaktørene reagere på ny informasjon slik at det bidrar til å stabilisere utviklingen i produksjon og inflasjon. Pengepolitikken blir mer effektiv, særlig hvis markedsaktørene deler sentralbankens analyse og vurderinger. Skal pengepolitikken være vellykket, må den evne å påvirke forventningene. Det er en forutsetning for en effektiv pengepolitikk.

Kjernen i dette argumentet er at det først og fremst er via forventningskanalen sentralbanken kan påvirke det økonomiske forløpet. Forventningskanalen er den viktigste kanalen pengepolitikken virker gjennom. Sentralbanken bestemmer de helt kortsiktige pengemarkedsrentene via styringsrenten. De helt kortsiktige rentene har imidlertid begrenset betydning for aktørenes konsum- og investeringsbeslutninger. Disse beslutningene avhenger mer av aktørenes forventninger til den fremtidige utviklingen i styringsrenten, illustrert i figur 3.

Michael Woodford, professor ved Columbia University og en av de ledene internasjonale kapasitetene på området, har uttrykt dette ved å si at pengepolitikk er «management of expectations»...«For not only do expectations about policy matter, but (...) very little else matters»...«[T]he current level of the overnight interest rates as such is of negligible importance for economic decision making».⁴ Mens renten i dag altså er av mindre betydning, er forventningene til fremtidig rente vesentlig.

Styringsrenten blir effektiv først og fremst fordi den påvirker markedsaktørenes forventninger til fremtidige renter. Det er derfor nødvendig at aktørene i det økonomiske liv forstår sentralbankens intensjoner i rentesettingen. I motsatt fall vil aktørene kunne oppfatte den fremtidige renteutviklingen som unødig usikker. Dette

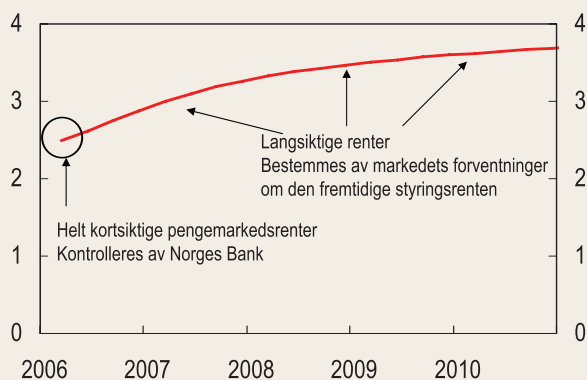
vanskeliggjør konsum- og investeringsbeslutninger. Konsekvensen kan være større ustabilitet i både real-økonomiske størrelser så vel som i inflasjonen. Norges Bank styrer som nevnt bare de helt kortsiktige rentene i pengemarkedet. Gjennom åpen kommunikasjon om vårt fremtidige handlingsmønster vil vi trolig også bedre kunne påvirke renter med noe lengre løpetid og derigjennom kunne oppnå en mer effektiv pengepolitikk.

Mange aktører utenfor banken legger stor vekt på Norges Banks anslag når de treffer sine beslutninger. Anslagene blir også etterprøvd av aktører utenfor banken og av Norges Bank selv. Tolkningen av disse anslagene og en etterprøving av dem blir vanskeliggjort hvis de er basert på en renteforutsetning som ikke samsvarer med den Norges Bank ser som mest realistisk. For at prognosene for inflasjon og produksjon skal kunne reflektere bankens beste anslag, må også renteforutsetningen som ligger til grunn for prognosene være en som banken mener er realistisk.

Dersom bankens renteprognose avviker fra markedets renteforventninger, er det nyttig informasjon, ikke bare for markedsaktørene, men også for sentralbanken. Det kan indikere at sentralbanken og markedsaktørene har ulik oppfatning av det fremtidige økonomiske forløpet. Det kan også gjenspeile at markedet har en annen vurdering av avveiningene i pengepolitikken enn det sentralbanken legger til grunn. Markedsforventningene, slik de kommer til uttrykk ved terminrentene, vil være en krysssjekk for bankens renteprognose. Dersom Norges Banks renteprognose avviker fra markedsforventningene, bør banken være i stand til å forklare dette på en god måte dersom den ønsker å påvirke rentene i pengemarkedet.

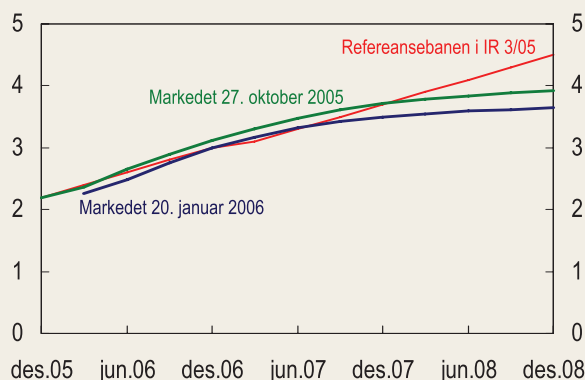
I Inflasjonsrapport 3/05 var det små forskjeller mellom Norges Banks rentebane og de beregnede terminrentene fram til 2007, se figur 4. Deretter viste terminrentene en utflatning av renten, mens vår prognose tilsa en videre gradvis økning opp mot et mer normalt nivå. Etter at rapporten ble publisert og fram til slutten av januar falt markedsforventningene. Dette viser at det kan være avvik mellom den rentebanen banken ser

Figur 3 Avkastningskurven midten av januar 2006



Kilde: Norges Bank

Figur 4 Norges Banks og markedets rentebaner



Kilde: Norges Bank

⁴ Woodford, M. (2005): «Central-Bank communication and policy effectiveness», se fotnote 3.

for seg og den rentebanen markedet forventer. Det kan være flere årsaker til dette avviket. Normalt vil de beregnede terminrentene gi uttrykk for markedsaktørenes forventninger om den fremtidige renteutviklingen. Markedsrentene kan imidlertid være påvirket av særskilte forhold på tilbuds- og etterspørselssiden som ikke har sammenheng med utsiktene for den underliggende økonomiske utviklingen eller pengepolitikken. Men det kan også være at markedsaktørene har en annen oppfatning av hvilken renteutvikling som må til for å stabilisere inflasjonen på målet. Avviket kan også skyldes at særskilte forhold ved internasjonale kapitalstrømmer har presset langsiktige renter ned i mange land.

Mulige utfordringer med en eksplisitt prognose på fremtidig rente

I hvilken grad sentralbanker bør publisere en prognose for renten, har vært et diskusjonstema i den internasjonale faglitteraturen.⁵ Diskusjonen springer ut av at ulike sentralbanker velger ulike løsninger med ulike begrunnelser.

Noen hevder at sentralbanken kan komme til å føle seg for mye bundet av en tidligere annonsert rentebane. Offentliggjøringen av en egen renteprognose kan legge bindinger på pengepolitikken som gjør det vanskeligere å tilpasse renten til endringer i den økonomiske utviklingen. Rentebanen kan oppleves som en tvangstrøye, slik at sentralbanken ikke løpende kan føre den politikken den mener er riktig. Dessuten, dersom sentralbanken skulle komme til å avvike fra den tidligere publiserte renteprognosen, kan banken bli beskyldt for å mislede markedet. Tilliten til sentralbanken kan dermed svekkes.

Enkelte økonomer vektlegger at en publisert renteprognose kan reise problemer i den praktiske gjennomføringen av pengepolitikken. Resultater fra faglitteraturen synes likevel å peke i en annen retning.

For det første, de bindinger en publisert renteprognose måtte innebære, er ikke nødvendigvis uheldige, de kan tvert imot være fordelaktige. Dersom renteforventningene kan påvirkes, vil det i mange tilfeller være nyttig for en sentralbank nettopp å binde seg til et visst handlingsmønster for en kortere eller lengre periode. Ved å binde seg til et handlingsmønster kan behovet for renteendringer i dag bli mindre. Fra midten av 2003 til midten av 2004 var for eksempel sentralbanken i USA bekymret for at inflasjonen kunne bli for lav. Den uttrykte derfor at «In these circumstances, the Committee believes that policy accommodation can be maintained for a considerable period».⁶

Også Norges Bank har uttalt seg tilsvarende om den fremtidige renten. For eksempel ble det fra midten av 2004 til begynnelsen av 2005 sagt at «utsiktene til fortsatt lav inflasjon i Norge tilsier også at vi bør ligge etter

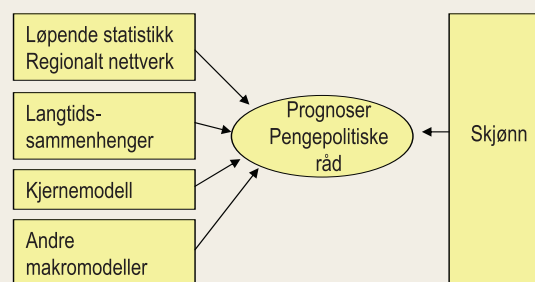
andre land i justeringen av rentene mot et mer normalt nivå». Slike utsagn har til hensikt å påvirke markedsforventningene. På tilsvarende måte kan det være gevinster ved å gå ut med en eksplisitt renteprognose. Det kan skape bindinger som gjør det mer troverdig at sentralbanken vil være konsistent i sin rentesetting. Likevel kan utsagn knyttet til rentebanen fortsatt være nyttig, da det kan gi aktørene informasjon om hvorfor den valgte banen er blitt foretrukket. I tillegg kan slike utsagn si noe om vår respons på forhold som ligger utenfor bankens kontroll.

For det andre, når sentralbanken avviker fra det opprinnelige anslaget på fremtidig rente, må det forklares hvorfor. Renteprognosen er basert på ufullstendig informasjon om nåsituasjonen og økonomiens virkemåte. Dersom økonomien utsettes for forstyrrelser, må sentralbankens vurdering av forstyrrelsene formidles til omverdenen. Det samme gjelder dersom sentralbanken skulle endre oppfatning av økonomiens virkemåte. Profesjonelle aktører i finansmarkedet og andre deler av det økonomiske liv vil neppe ha problemer med å forstå at renten til tider må avvike fra prognosen.

Grunnlaget for renteprognosen

I arbeidet med å utarbeide prognoser for økonomiske størrelser bruker Norges Bank en tilnærmingssåte som fanger opp og forsøker å sammenstille mange ulike elementer. Figur 5 kan illustrere strukturen i prognosearbeidet. En viktig informasjonskilde for å vurdere nåsituasjonen er den løpende statistikken. I tillegg til den offisielle statistikken spiller informasjon fra vårt regionale nettverk en viktig rolle. I løpet av ett år har nettverket rundt 1400 samtaler med ledere fra ulike deler av næringslivet og offentlig forvaltning om den økonomiske utviklingen i deres virksomheter. I prognosearbeidet søker vi å bygge bro mellom vurderingen av nåsituasjonen og det vi mener å vite om de langsiktige sammenhengene i økonomien. Som verktøy i dette arbeidet bruker

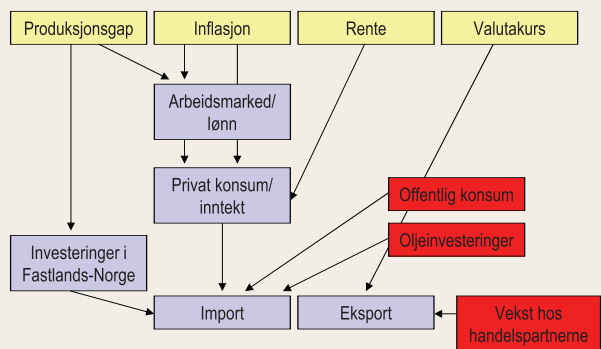
Figur 5 Grunnlaget for prognosene



⁵ Argumenter mot at sentralbanken bør gå ut med en eksplisitt renteprognose, drøftes nærmere i Goodhart, C. (2001): «Monetary transmission lags and the formulation of the policy decision on interest rates», Federal Reserve Bank of St. Louis Review, juli/august 2001 (<http://research.stlouisfed.org/publications/review/01/05/165-182Goodhart.qxd.pdf>) og Mishkin, F. S. (2004): «Can Central Bank transparency go too far?», NBER working paper nr. 10829 (<http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/56959-w10829.pdf>)

⁶ Se pressemelding fra Federal Reserve, Board of Governors, 12. august 2003, www.federalreserve.gov

Figur 6 Tilleggsmodeller i prognosearbeidet



banken flere makroøkonomiske modeller: en kjerne-modell og en rekke mindre modeller.

Sentralt i denne prosessen står bruken av skjønn. De makroøkonomiske modellene gir en svært forenklet beskrivelse av økonomien og er kun et verktøy i prognosearbeidet. Anslagene på inflasjonen, produksjonen, renten og andre størrelser i økonomien må oppfattes som et resultat av bankens beste skjønn. Det er ingen mekanisk sammenheng mellom de modellene banken bruker og prognosene.

Likevel er modellene et svært nyttig verktøy i gjennomføringen av pengepolitikken. I prosessen med å finne fram til en renteprognose som banken mener gir en rimelig avveining, er det behov for et modellapparat der renten og andre størrelser i økonomien gjensidig avhenger av hverandre. Kjernemodellen har denne egenskapen.⁷

I kjernemodellen inngår relasjoner som beskriver etterspørsels- og tilbudssiden i økonomien og en relasjon som beskriver rentesettingen. Renten settes ut fra et langsiktig normalnivå for renten i tillegg til informasjon knyttet til inflasjonen og produksjonen. Forstyrrelser til økonomien som påvirker forløpet for inflasjonen, produksjonen eller valutakursen, utløser samtidig renteendringer. Renteendringene har tilbakevirkninger til inflasjonen, produksjonen og valutakursen på en slik måte at disse størrelsene over tid stabiliseres rundt sine likevektsverdier. Innbakt i modellen ligger dermed også antagelser om hva økonomien går mot på lang sikt. En rentebane bestemt på denne måten omtales i akademisk litteratur ofte som en endogen rentebane. Det betyr at renten bestemmes innenfor modellen samtidig med andre størrelser som inflasjonen, produksjonen og valutakursen – renten tas ikke som gitt utenfor modellen.

Økonomer med erfaring fra andre norske makro-modeller vil kanskje innvende at den modellen jeg nå har beskrevet, kan virke i minste laget til å beskrive en komplisert virkelighet. Styrken ved en slik liten modell er i første rekke at den rendyrker de mekanismene vi er særlig opptatt av. Samtidig ønsker vi også å ha blikket rettet mot et større sett av variable. I tillegg til selve kjernemodellen bruker banken derfor også en rekke mindre

tilleggsmodeller i prognosearbeidet. Dette er illustrert i figur 6, der kjernemodellen er representert ved de gule boksene øverst. Tilleggsmodellene er representert ved de blå boksene, mens de røde boksene representerer eksogene forhold. Tilleggsmodellene er mindre modeller som brukes til å lage anslag på størrelser som lønnsvekst, privat konsum, investeringer og import. Dessuten ser vi på forhold knyttet til finansiell stabilitet. Resultatene fra kjernemodellen og tilleggsmodellene prøves mot hverandre, og gjennom en skjønnsmessig itereringsprosess kommer vi så fram til prognoser vi mener er rimelige.

De prognosene som kommer ut av modellene kan kalles modellkonsistente. Disse vil ikke nødvendigvis være i tråd med det banken oppfatter som en realistisk økonomisk utvikling. Det skyldes at modellene er for enkle til å beskrive den virkelige verden. Som regel vil det derfor være behov for å skjønnsjustere prognosene. Det er bruken av skjønn som skal sikre at prognosene for de ulike størrelsene er økonomikonsistente.

Modellutviklingen i Norges Bank har dels vært fokusert på å beskrive rentens rolle i økonomien og dels på å utvikle modeller som kan være hensiktsmessige for beslutningstakerne. Et sentralt element ved kjernemodellen er at aktørene er fremoverskuende slik at de reagerer på den forventede økonomiske utviklingen. De senere årene har flere sentralbanker utviklet modeller av denne typen. Det må likevel understrekes at vår kjernemodell og de modellene vi utvikler kun gir en svært forenklet beskrivelse av virkeligheten. Bankens prognoser er basert på et bredt spekter av forskjellige informasjonskilder og har betydelig innslag av skjønn.

Viktige elementer i vurderingen av hva som er en god rentebane – og som understreker innslaget av skjønn i denne vurderingen – kommer til uttrykk i seks kriterier som bør være oppfylt. Kriteriene er:

- 1 Skal pengepolitikken forankre inflasjonsforventningene på målet, må renten settes slik at inflasjonen beveger seg mot målet. Inflasjonen bør stabiliseres nær målet innen en rimelig tidshorisont, normalt 1–3 år. Av samme grunn bør dessuten inflasjonen være på vei mot målet i god tid før utløpet av treårsperioden.
- 2 Under forutsetning av at inflasjonsforventningene er forankret på målet, bør det også være et rimelig størrelsesforhold mellom inflasjonsgapet og produksjonsgapet fram til disse lukkes. Fram i tid bør inflasjonsgapet og produksjonsgapet normalt ikke være positive eller negative samtidig.
- 3 Utviklingen i renten, særlig for de nærmeste månedene, bør gi en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon også med alternative, men realistiske forutsetninger om den økonomiske utviklingen og økonomiens funksjonsmåte.

⁷ Se Husebø, T. A., S. McCaw, K. Olsen og Ø. Røisland (2004): «A small calibrated macro model to support inflation targeting at Norges Bank», Staff Memo 2004/3, Norges Bank. www.norges-bank.no

- 4 Renten bør normalt endres gradvis, slik at vi kan vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.
- 5 Rentesettingen må også ses i lys av utviklingen i eiendomspriser og kreditt. Store svingninger i disse størrelsene kan i sin tur gi en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lengre sikt.
- 6 Videre kan det som en kryssjekk være nyttig å vurdere rentesettingen i lys av enkle pengepolitiske regler. Dersom renten avviker systematisk og mye fra enkle regler, bør årsakene til dette kunne forklares.

Disse kriteriene er en viktig retningslinje i arbeidet med å lage en renteprognose som gir en rimelig avveining i pengepolitikken. Kriteriene kan selvsagt ikke gi en helt presis anvisning for hvordan renten bør settes, men peker på forhold vi bør ha sett på og vurdert. I noen sammenhenger kan det være motstrid mellom de ulike kriteriene. I slike situasjoner er det særlig viktig å utøve skjønn i avveilingen mellom de ulike hensynene pengepolitikken skal ta.⁸

Usikkerhet i fremtidig rente

Det jeg hittil har sagt om prognosene for renten har kanskje etterlatt et inntrykk av en overdreven styringsoptimisme. Det er ikke hensikten. Vår nære historie understreker at det er stor usikkerhet i den økonomiske utviklingen. Selv om banken publiserer en prognose for renten, betyr ikke det at renten kommer til å følge prognosen i hele prognoseperioden. Prognosene for inflasjonen, produksjonen, renten og andre størrelser er basert på en vurdering av nåsituasjonen og en oppfatning av økonomiens virkemåte. Forstyrrelser til økonomien kan føre til endringer i prognosene. Vår ambisjon må være å redusere usikkerheten om vårt eget reaksjons-

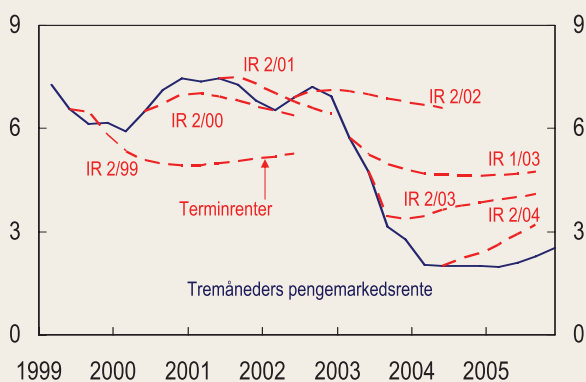
mønster. At den faktiske renteutviklingen kommer til å avvike noe fra Norges Banks prognose, vil nok heller være regelen enn unntaket. Det er med andre ord betydelig usikkerhet knyttet til fremtidig rente. Jeg minner her om at hovedstyret, når det mer presist gir uttrykk for hvor renten bør ligge i den nærmeste firemånedersperioden, opererer med et intervall i størrelsesorden ett prosentpoeng. Usikkerheten er selvsagt ikke mindre når vi ser lenger fram.

Dette er ikke noe nytt for aktørene i finansmarkedene, som stadig endrer sine forventninger om fremtidig rente etter hvert som økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Markedsaktørenes renteforventninger kan beregnes med utgangspunkt i observerte pengemarkedsrenter, se figur 7. Avviket mellom hva markedet forventet og det renten faktisk ble, har vært betydelig i perioder. En viktig årsak til dette er at norsk økonomi er blitt utsatt for uventede forstyrrelser, som ofte har hatt sitt opphav i verdensøkonomien. Dette har ført til at markedsaktørene stadig har måttet endre sine vurderinger av den fremtidige renteutviklingen. Det er ingen grunn til å tro at ikke Norges Bank også må revurdere sine renteprognoser etter hvert som ny informasjon om den økonomiske utviklingen kommer.

Samtidig med at Norges Bank nå publiserer prognoser for inflasjonen, produksjonen og renten, forsøker vi også å si noe om usikkerheten i disse størrelsene. Figur 8 viser prognosene fra Inflasjonsrapport 1/06. Usikkerheten er illustrert med vifter. Jo bredere viftene er, desto mer usikre er prognosene. For eksempel indikerer våre beregninger at renten mot slutten av 2009 vil ligge i intervallet 2½–7 prosent med 90 prosent sannsynlighet. Usikkerheten i renten reflekterer usikkerheten i inflasjonen, produksjonen og valutakursen når en tar hensyn til sentralbankens reaksjonsmønster. Usikkerheten i renten gjenspeiler altså pengepolitikken reaksjoner på uventede forstyrrelser i inflasjonen, produksjonen og valutakursen.

Der er stor usikkerhet knyttet til beregning av slike vifter. Ikke bare er selve prognosene usikre, men også usikkerheten til prognosene er usikker. Kjernermodellen som er omtalt over, tjener som et nyttig verktøy i arbeidet med å beregne usikkerhetsviftene. Viftene er selvsagt bare indikative og avhenger av flere modelltekniske forutsetninger. I modellen inngår relasjoner for etterspørsels- og tilbudssiden i økonomien. I tillegg inngår en relasjon for rentesettingen. Innenfor rammen av modellen har vi forsøkt å tallfeste usikkerheten i sentrale størrelser som inflasjonen, produksjonen, renten og valutakursen. Det er gjort med utgangspunkt i forstyrrelsene i norsk økonomi i perioden 1993–2005. Innenfor modellens struktur har vi utsatt økonomien for tilsvarende forstyrrelser fremover gjennom såkalte Monte Carlo-simuleringer av restleddene. Dette gir oss et bilde av usikkerheten i de ulike størrelsene basert på historiske forstyrrelser. Pengepolitikken reagerer på forstyrrelser til de andre variablene. Det bidrar til å øke usikkerheten om den

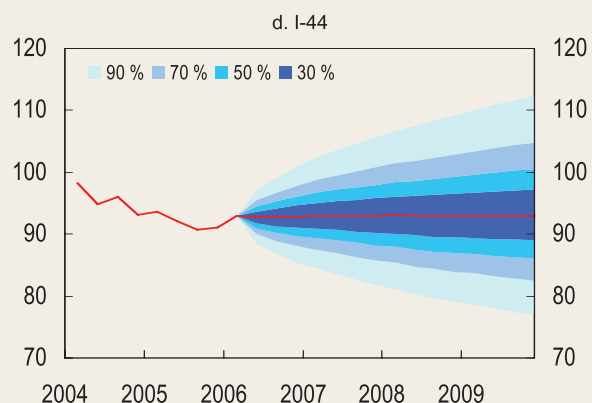
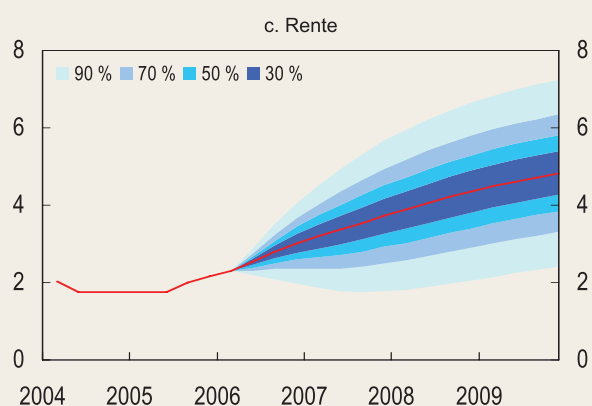
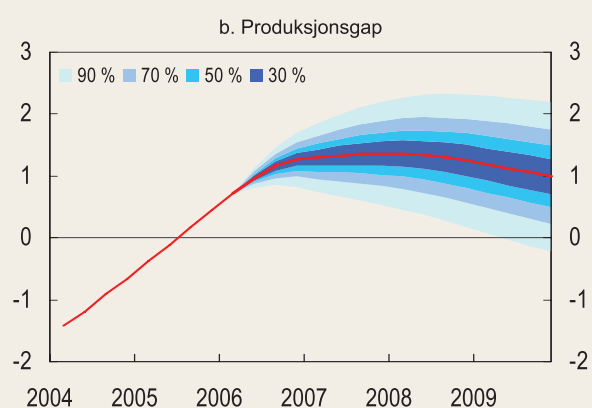
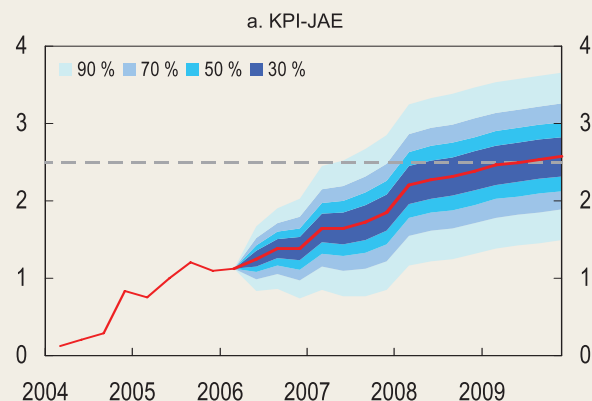
Figur 7 Markedets renteforventninger og faktisk renteutvikling



Kilde: Norges Bank

⁸ For nærmere omtale av disse kriteriene, se Qvigstad, J.F.Q. (2005): «When does an interest rate path "look good"? Criteria for an appropriate future interest rate path – A practitioner's approach», Staff Memo 2005/6, Norges Bank, se www.norges-bank.no

Figur 8 Usikkerhet i prognosene. IR 1/06



fremtidige renten, men bidrar samtidig til å begrense usikkerheten i de øvrige variablene.

Det ligger altså strenge modelltekniske forutsetninger bak de usikkerhetsviftene vi bruker for å illustrere usikkerheten i prognosene. Det sier seg selv at det er vanskelig å være veldig presis med hensyn til nøyaktig hvor stor usikkerheten i praksis vil være. Likevel – på tross av disse strenge modelltekniske forutsetningene – illustrerer usikkerhetsviftene et viktig poeng, nemlig at prognosene er svært usikre.

Norges Bank søker å oppnå en renteutvikling som gir en rimelig avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen på målet og stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken virker med et tids- etterslep; det tar tid fra renten settes til vi ser effektene på inflasjonen og realøkonomien. I perioder vil inflasjonen avvike fra målet samtidig som produksjonen vil avvike fra potensiell produksjon. En vellykket pengepolitikk gir økonomien et nominelt anker og bidrar til å stabilisere økonomien. Det begrenser usikkerheten i fremtidig inflasjon.

Avslutning

Vurderingen av usikkerhet er en viktig del av sentralbankens kommunikasjonsstrategi. En eksplitt prognose for inflasjonen, produksjonen og renten i tillegg til en vurdering av usikkerheten i prognosene er ment å bidra til at aktørene i det økonomiske liv bedre kan forstå sentralbankens intensjoner i rentesettingen. Ved forstyrrelser til økonomien vil de ha et grunnlag for å kunne forutse sentralbankens renterespons og selv bidra til at markedsrentene beveger seg i ønskelig retning. Pengepolitikken blir dermed mer effektiv.

Norges Bank har de senere årene tatt flere steg i retning av økt åpenhet om pengepolitikken. Strategiintervallene offentliggjøres i forkant av perioden de gjelder for. Etter hvert rentemøte gis en bred gjennomgang av forhold som har vært vesentlige for rentebeslutningen. Bruk av bankens eget anslag på rentebanen i inflasjonsrapportene kan ses som et videre steg i retning av økt åpenhet rundt grunnlaget for pengepolitikken.

Utviklingen i husholdningenes gjeld. En analyse av mikrodata for perioden 1986–2003

Magdalena D. Riiser, rådgiver, og Bjørn Helge Vatne, spesialrådgiver i Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank¹

Husholdningenes gjeld i Norge har økt betydelig siden 1980-tallet. Artikkelen bruker mikrodata for å analysere utviklingen i husholdningenes gjeld, inntekt og finansformue fra 1986 til 2003. Vi finner at økt gjennomsnittlig gjeld, økt antall husholdninger og at en høyere andel av husholdningene tar opp lån, har bidratt til gjeldsøkningen siden 1986. De fleste husholdninger har moderat eller lav gjeld i forhold til disponibel inntekt (gjeldsbelastning). Gjelden hos husholdninger med høy gjeldsbelastning ble redusert i prosent av samlet gjeld etter bankkrisen i 1988–1992, men utviklingen er reversert siden 1998. Det er særlig den sterke gjeldsveksten blant de unge husholdningene som har bidratt til denne utviklingen. Analysen viser at finansformuen primært har økt i husholdninger uten gjeld eller med lav gjeldsbelastning. Oppbyggingen av finansformue kan derfor i liten grad anses som buffer mot økte renteutgifter.

1 Innledning

I likhet med utviklingen i andre land har husholdningenes gjeld i Norge vokst raskt de siste årene, og raskere enn deres inntekter.² Dette har sammenheng med utviklingen i boligpriser.³ Gjeldsveksten har ført til at husholdningenes gjeldsbelastning (gjeld i forhold til disponibel inntekt) har økt og passert nivået fra slutten av 1980-tallet. I samme periode har imidlertid også husholdningenes finansformue økt mye. I et makroøkonomisk perspektiv er den finansielle stillingen til norske husholdninger fortsatt god. En makroøkonomisk tilnærming er imidlertid ikke alltid egnet til å avdekke finansiell sårbarhet. Hovedgrunnen er at den ikke tar hensyn til forskjeller mellom ulike typer husholdninger. Selv om situasjonen fremstår som solid på aggregert nivå, kan noen grupper av husholdninger være særlig utsatt for forstyrrelser i økonomien. Derfor er analyser av mikrodata for husholdningene et supplement til den makroøkonomiske analysen. Norges Bank har siden midten av 1990-tallet benyttet mikrodata fra inntekts- og formuesstatistikken i Statistisk sentralbyrå i analysene av husholdningssektoren. Norges Bank har nå direkte tilgang til grunnlagsdataene, som blant annet gjør det mulig å utføre mer spesialiserte analyser. Med utgangspunkt i mikrodataene ser vi i denne artikkelen på utviklingen i husholdningenes gjeld, inntekt og formue fra 1986 til 2003. Perioden omfatter blant annet liberaliseringen av kredittmarkedet på 1980-tallet og forstyrrelser som bankkrisen i 1988–1992. Vi vil derfor kunne se om og hvordan strukturendringene som fant sted, har påvirket husholdningenes gjeld.

Artikkelen er organisert som følger: Kapittel 2 gir en kort oversikt over datagrunnlaget. Kapittel 3 tar for seg gjeldsfrekvenser, mens kapittel 4 analyserer virkninger av demografiske og andre faktorer på gjelden. Kapittel 5

setter søkelyset på skjevheter i fordelingen av husholdningenes gjeld, inntekt og formue. Dette er forsøkt analysert ved hjelp av andelen gjeld og finansformue som ulike grupper husholdninger har av henholdsvis samlet gjeld og samlet finansformue når de deles inn etter inntekt, alder og gjeldsbelastning. Kapittel 6 oppsummerer funnene.

2 Datamaterialet

Inntekts- og formuesstatistikk for perioden 1986–2003 inneholder opplysninger om husholdningenes gjennomsnittsinntekter, inntektens sammensetning, inntektsfordeling og tilsvarende opplysninger om den finansielle formuen. Statistikken bygger i hovedsak på materiale fra inntekts- og formuesundersøkelsene, som er representative utvalgsundersøkelser. Inntekts- og formuesopplysningene bygger på selvangivelsene for alle medlemmer i de utvalgte husholdningene med tillegg av opplysninger om skattefrie inntekter fra en rekke offentlige registre.

Fram til 1990 var det om lag 5000 husholdninger i utvalget. Siden da er utvalget økt. I 2003, som er det siste året vi har tall for, var utvalget på om lag 17 000 husholdninger. På grunn av det forholdsvis lave antallet observasjoner på slutten av 1980-tallet er det større usikkerhet knyttet til tolkningen av dataene i denne perioden. Det har vært flere definisjonsendringer i datagrunnlaget i analyseperioden. Analysen i denne artikkelen er gjort på tall bearbeidet av Statistisk sentralbyrå slik at tidsseriene er mest mulig konsistente for hele perioden fram til 2003.

I artikkelen er husholdningenes gjeld definert som samlet gjeld fra selvangivelsesstatistikken. Den omfatter både boliggjeld og annen gjeld. Inntektsbegrepet som benyttes, er disponibel inntekt. Den er beregnet som

¹ Takk til Bent Vale, Birger Vikøren, Karsten Gerdrup og Snorre Evjen for nyttige kommentarer

² Se figur 1 i sammendraget i Norges Bank (2005) og ECB (2005a), side 53

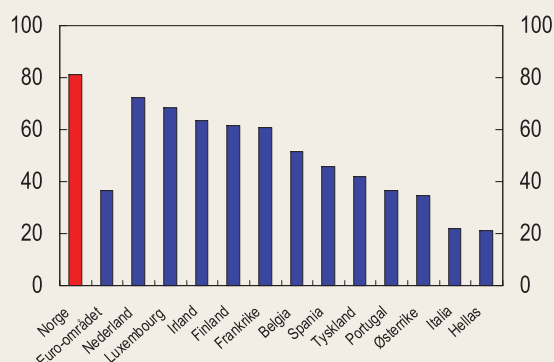
³ For sammenhengen mellom boligpriser og husholdningenes gjeld, se Jacobsen og Naug (2004)

inntekt etter skatt og renteutgifter, men medregnet bolig-inntekter. Der hvor husholdningene rangeres etter inntekt, bruker vi imidlertid desiler for inntekt etter skatt.⁴ I beregningen av gjeldsbelastningen er husholdninger uten inntekt eller med negativ inntekt utelatt. Inntekt lik null fører til at gjeldsbelastningen ikke er definert. Videre kan noen husholdninger være oppført med negativ inntekt på grunn av ulike skattemessige fradrag. Dette gjelder særlig selvstendig næringsdrivende. Negativ inntekt er lite meningsfull i vår analyse. Derfor er datamaterialet renset for disse husholdningene i noen sammenhenger. Ved beregningen av gjennomsnittlig gjeld etter alder, er ekstreme observasjoner (husholdninger med gjeldsbelastning over 20 000 prosent) fjernet. Disse husholdningene utgjør en liten andel av husholdningene og den samlede gjelden, men ville påvirket gjennomsnittstallene i betydelig grad. Finansformuen er hentet direkte fra selvangivelsesstatistikken. Den omfatter imidlertid ikke kollektive forsikringskrav. For en fullstendig definisjon av begrepene i inntekts- og formuesstatistikken, se Statistisk sentralbyrå (2004).

3 Gjeldsfrekvenser

I makroøkonomiske analyser av gjeldssituasjonen i husholdningene er det vanlig å vurdere sektorens samlede gjeld mot sektorens samlede inntekt. Denne metoden overser imidlertid forskjeller mellom husholdninger med gjeld og husholdninger uten gjeld og kan føre til undervurdering av finansinstitusjonenes kredittrisiko⁵. Mikrotall derimot gir oss anledning til å skille mellom de to gruppene. Ifølge inntekts- og formuesstatistikken hadde 80 prosent av de norske husholdningene gjeld i 2003. Andelen er høy sammenlignet med andre europeiske land. Figur 1 viser summen av andelen husholdninger med boliggjeld og andelen med annen gjeld i en rekke europeiske land.⁶ Tallene for de enkelte land, med unntak av Norge, er ikke korrigert for husholdninger med både boliggjeld og annen gjeld og er derfor til en viss grad overvurdert. Den høye andelen husholdninger med gjeld i Norge kan ha sammenheng med at andelen husholdninger som eier egen bolig, er høy.⁷ Det kan heller ikke utelukkes at forskjellene til dels skyldes presisjonsnivået i ulike statistiske kilder. Inntekts- og formuesundersøkelsen i Norge henter data for gjeld fra ligningsstatistikken, mens den europeiske undersøkelsen er basert på intervjuer, hvor muligheten for å kontrollere gjeldsopplysninger er begrenset. Det er grunn til å tro at underrapportering av særlig annen gjeld enn boliggjeld kan forekomme i slike undersøkelser.⁸

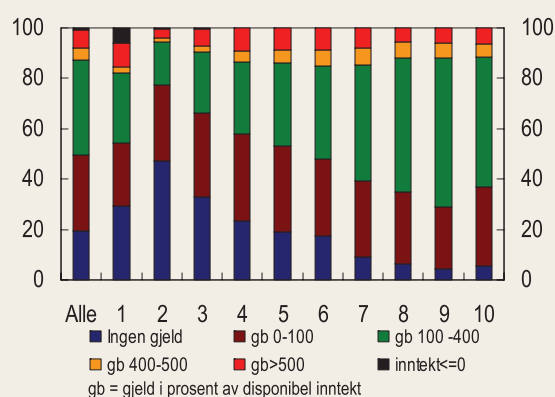
Figur 1 Husholdninger med gjeld i prosent av samlet antall husholdninger i utvalgte land¹



¹ Tall for europeiske land for 2001 og for Norge for 2003. Tallene for de enkelte europeiske land er framkommet ved å summere andel husholdninger med boliggjeld og andel husholdninger med annen gjeld. Tallene for de enkelte europeiske land er ikke korrigert for andel husholdninger med begge typer gjeld.

Kilde: European Central Bank og Norges Bank

Figur 2 Husholdninger fordelt etter gjeldsbelastning (gb) og desiler for inntekt etter skatt. Prosent. 2003



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Andelen husholdninger med gjeld øker med inntekten og er på nærmere 95 prosent i de høyeste inntektsdesilene⁹, se figur 2. Andelen husholdninger med gjeld i de lave inntektsdesilene er likevel nokså høy.

Sett i et lengre tidsperspektiv har andelen husholdninger med gjeld økt noe siden slutten av 1980-tallet, se figur 3. Økningen er sterkest i de lave inntektsdesilene. I desil 1–3 har økningen vært på nærmere 25 prosentpoeng. Utviklingen har trolig sammenheng med liberaliseringen av kredittmarkedet på 1980-tallet og endrede holdninger til å ha gjeld. Lavinntektsgruppene var de som tidligere var mest rasjonert på kredittmarkedet. Fjerning av kredittreguleringen har derfor gjort kreditt til-

⁴ Dette er gjort delvis fordi Statistisk sentralbyrå benytter desiler for inntekt etter skatt i sine publikasjoner, og delvis fordi desiler for inntekt etter skatt er brukt i tidligere analyser i Norges Bank.

⁵ Finansinstitusjonenes kredittrisiko er definert som risikoen for tap som følge av at en motpart ikke innfrir sine forpliktelser, for eksempel ved at en låntaker ikke betaler renter og/eller avdrag, se side 33 i Norges Bank (2005).

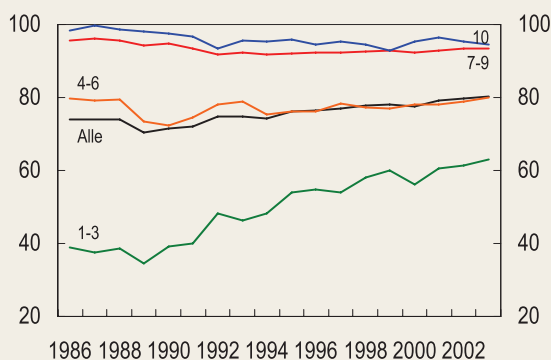
⁶ Tall for europeiske land fra ECB (2005b)

⁷ Statistisk sentralbyrå anslår at om lag 80 prosent av de norske husholdningene eier egen bolig, se temaside om bygg og bolig på www.ssb.no

⁸ For en lignende problemstilling i britiske data, se Redwood og Tudela (2004)

⁹ Desiler framkommer ved å rangere husholdningene etter en indikator og dele dem opp i ti like store grupper. Følgelig omfatter hver desil ti prosent av husholdningene. I dette tilfellet er alle husholdninger, både de med og de uten gjeld, rangert etter inntekt etter skatt og delt opp i ti grupper. Inntektsdesil 1 omfatter de ti prosent av husholdningene med lavest inntekt etter skatt. Disse inntektsdesilene brukes videre i artikkelen.

Figur 3 Husholdninger med gjeld i prosent av antall husholdninger i den enkelte inntektsgruppen. Gruppering etter desiler for inntekt etter skatt. 1986-2003



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

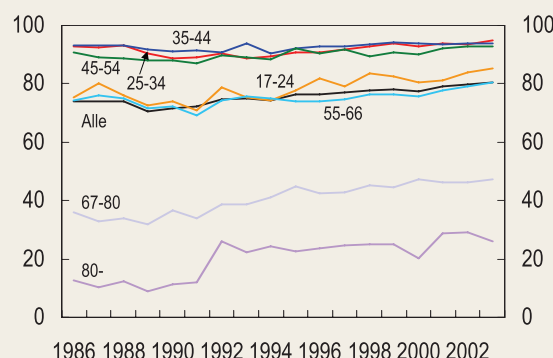
gjengelig for større grupper av befolkningen. Videre er det flere som tar opp studielån, og studenter er som regel godt representert i de lave inntektsdesilene. Andelen husholdninger med gjeld har derimot avtatt noe i de høye inntektsdesilene (7–9 og 10). Dette kan ha sammenheng med at det var lønnsomt for husholdninger med høye inntekter å ha høy gjeld på 1980-tallet på grunn av betydelige skattefradrag for gjeldsrenter. Endringer i skattesystemet i 1992 har redusert denne fordelene.

Andelen husholdninger med gjeld varierer også mye mellom aldersgrupper¹⁰. Det er blitt mer vanlig for husholdninger i høyere aldersgrupper, som for dem over 66 år, å ha gjeld, se figur 4. Siden 2000 har veksten i husholdningenes gjeld vært sterk. I denne perioden har særlig andelen husholdninger med gjeld økt i de yngste aldersgruppene (17–24 år) og i gruppene etter etableringsfasen, men før pensjoneringsalderen (45–54 og 55–66 år). Økte gjeldsfrekvenser for dem mellom 17–24 år skyldes at flere unge har studielån. For dem mellom 45 og 66 år kan endret atferdsmønster ved at det er blitt mer vanlig å ta opp nye lån senere i livsløpet, være en forklaring. Sterk vekst i boligpriser de siste årene har ført til at noen husholdninger ønsker å ta ut en del av boligformuen i dag. Dette har stimulert til ytterligere opplåning med sikkerhet i boligen. I det siste har nye låneprodukter fra bankene som legger bedre til rette for frigjøring av boligkapital, kommet på markedet. Videre har andelen husholdninger med én person økt fra 28 til 38 prosent fra 1980 til 2001 ifølge tall fra Statistisk sentralbyrå. Høyere boligpriser kombinert med økt omfang av samlivsbrudd og større utbredelse av husholdninger med én person kan også ha bidratt til at gjelden bæres over flere år og senere i livet enn tidligere.

4 Demografi og andre faktorer

Husholdningenes gjeld påvirkes også av demografi og andre faktorer i tillegg til gjeldsfrekvenser. Husholdning-

Figur 4 Husholdninger med gjeld i prosent av antall husholdninger i den enkelte aldersgruppen. 1986-2003



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

enes samlede gjeld i et gitt år t , G_t , kan uttrykkes som:

$$G_t = N_t \cdot \gamma_t \cdot g_t,$$

der N_t er totalt antall husholdninger, γ_t er andelen av husholdningene med gjeld og g_t er gjennomsnittlig gjeld for husholdninger med gjeld. Gjeldsveksten kan dekomponeres ved å se på uttrykket

$$\frac{G_{2003}}{G_{1986}} = \frac{N_{2003}}{N_{1986}} \cdot \frac{\gamma_{2003}}{\gamma_{1986}} \cdot \frac{g_{2003}}{g_{1986}}$$

Resultatet av en slik dekomponering er vist i tabell 1.

Tabell 1 Dekomponering av utviklingen i samlet gjeld 1986–2003

År	Samlet gjeld	Antall husholdninger	Gjeldsfrekvens	Gjennomsnittlig gjeld
	G_t	N_t	γ_t	g_t
	Milliarder	1000	Prosent	1000 kroner
1986	372	1708	74,11	293,91
2003	1146	2137	80,39	666,95
2003/1986	3,08	1,25	1,08	2,27 ¹

¹ Den generelle prisstigningen var i perioden på 70 prosent.

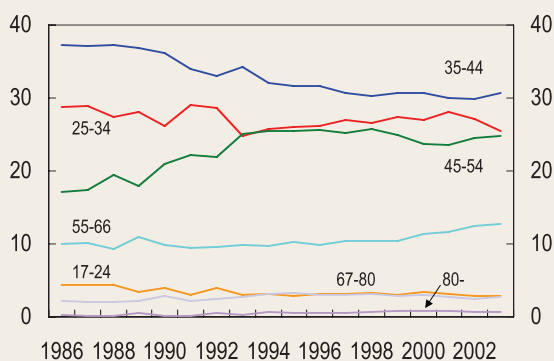
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Fra 1986 til 2003 økte den samlede gjelden fra 372 milliarder til 1146 milliarder kroner. Det vil si at gjelden var 3 ganger så stor i 2003 som i 1986. Økningen i gjennomsnittlig gjeld per husholdning siden 1986 har størst betydning. Gjennomsnittlig gjeld økte med 127 prosent. Økt gjennomsnittlig gjeld har blant annet sammenheng med den generelle prisstigningen og økte boligpriser. Effekten av økt antall husholdninger er også forholdsvis sterk. Fra 1986 til 2003 økte antall husholdninger fra 1,7 til 2,1 millioner, det vil si med 25 prosent. Økningen i gjeldsfrekvenser har en mindre, men positiv effekt.

Betydningen for den samlede gjelden av økt andel husholdninger med gjeld i enkelte grupper vil avhenge av

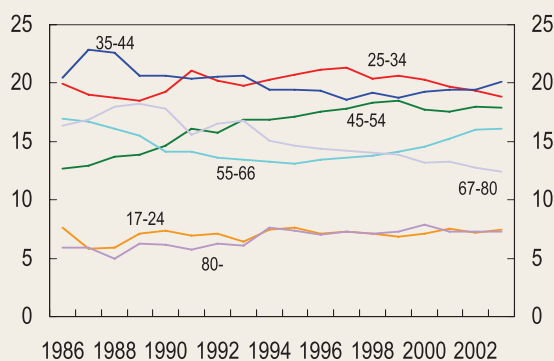
¹⁰ Husholdningenes alder er definert som hovedinntektstakerens alder, eller som alderen til den eldste i husholdningen dersom det ikke er mulig å bruke det første kriteriet.

Figur 5 Gjeld i ulike aldersgrupper i prosent av samlet gjeld. Prosent. 1986-2003



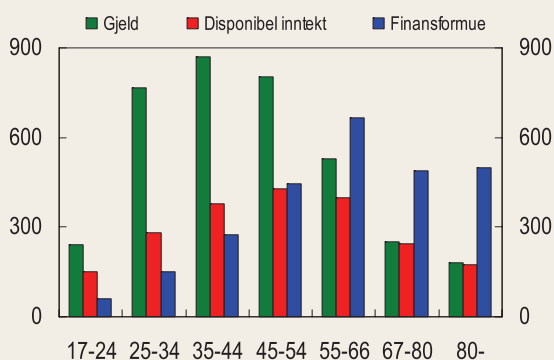
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 7 Husholdninger i ulike aldersgrupper i prosent av samlet antall husholdninger. 1986-2003



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

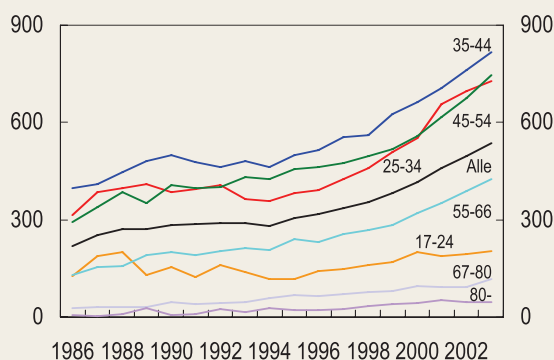
Figur 6 Gjennomsnittlig gjeld, inntekt og finansformue¹ etter alder. Husholdninger med gjeld. Tusen kroner. 2003



¹ Finansformue eksklusive kollektive forsikringskrav

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 8 Gjennomsnittlig gjeld per husholdning i ulike aldersgrupper. Husholdninger med gjeld. Tusen kroner. 1986-2003



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

deres gjennomsnittlige gjeld og av hvor store gruppene er. Til tross for økt andel husholdninger med gjeld i aldersgruppene 17-24, 67-80 og over 80 år og i inntektsdesil 1-3, er gjelden som disse gruppene holder, fortsatt lav i prosent av samlet gjeld, se figur 5. Forklaringen ligger i at disse aldersgruppene har lav gjennomsnittlig gjeld, se figur 6.

Gjelden i gruppen 45-54 år har økt betydelig i prosent av samlet gjeld, fordi gruppen har vokst sterkt, se figur 7. Gjennomsnittsgjelden i denne gruppen er forholdsvis høy (figur 6) og har økt i samme takt som for alle husholdninger med gjeld, se figur 8. Gjennomsnittsgjelden i gruppen 55-66 år er lavere enn for dem i etableringsfasen, men fortsatt relativt høy. Siden 1986 har den økt mer enn gjennomsnittsgjelden i de andre aldersgruppene (figur 8). I tillegg er det blitt flere husholdninger i denne aldersgruppen siden 1995 (figur 7). Samlet sett har dette bidratt til at gjeld i gruppen 55-66 år har økt i prosent av samlet gjeld.

Figur 7 viser at det har vært betydelige endringer i alderssammensetningen i perioden 1986-2003. Disse endringene har påvirket utviklingen i den samlede gjelden. De aldersgruppene som har høy gjennomsnittlig

gjeld, har som andel av befolkningen holdt seg stor (25-34 og 35-44 år) eller vært økende (45-54 år). Aldersgruppen med relativt høy gjennomsnittlig gjeld (55-66 år) har økt siden 1995. I tillegg tar flere husholdninger opp lån i to av disse gruppene (45-54 og 55-66 år), som vist i figur 4. Det er derfor flere faktorer, blant dem demografiske, som påvirker husholdningenes gjeld: økt antall husholdninger, vridning mot aldersgrupper med høy gjennomsnittlig gjeld og økte gjeldsfrekvenser (andel husholdninger med gjeld).

5 Fordeling av husholdningenes gjeld, inntekt og formue

5.1 Husholdningenes gjeldsbelastning

Gjeldsbelastningen (gjeld i prosent av disponibel inntekt) gir informasjon om husholdningenes evne til å betjene gjelden. Gjeldsbelastningen beregnet på bakgrunn av makrotall har vokst sterkt siden 1999 og passerte i 2005

nivået fra slutten av 1980-tallet.¹¹ Indikatoren benytter imidlertid anslag for disponibel inntekt for alle husholdninger, og ikke bare for husholdninger med gjeld. Gjeldsbelastningen på bakgrunn av makrotall gir derfor ikke et helt dekkende bilde av husholdningenes finansielle utsatthet. Mikrotall gjør det mulig å beregne gjeldsbelastningen i hver enkelt husholdning med gjeld. På denne måten kan vi se om økningen i gjeldsbelastning skyldes at husholdningene tar opp høyere gjeld i forhold til inntekt enn før, eller om det er flere husholdninger som tar opp gjeld (økte gjeldsfrekvenser).

Banker bruker ofte som en tommelfingerregel at husholdningene ikke bør låne mer enn tre ganger inntekt før skatt. Når vi i stedet benytter disponibel inntekt, tilsvarer dette en gjeldsbelastning i intervallet 400–500 prosent, avhengig av hvilken tidsperiode det ses på og skatteprosent. For 2003 kan grensen tolkes som gjeldsbelastning over 400 prosent. De fleste av husholdningene med gjeld hadde i 2003 gjeldsbelastning langt under denne grensen (figur 2). En forholdsvis liten andel husholdninger har gjeldsbelastning over 400 prosent. Denne andelen vil variere ikke bare med lånevilligheten i husholdningene, men også med aldersstrukturen i befolkningen, utviklingen i inntekt, boligpriser osv. For å kunne sammenligne andelen husholdninger med høy gjeldsbelastning over tid, bruker vi i resten av artikkelen en strengere definisjon av høy gjeldsbelastning: gjeldsbelastning over 500 prosent. Figur 2 viser at syv prosent av husholdningene hadde høyere gjeldsbelastning enn 500 prosent i 2003. Andelen husholdninger med høy gjeldsbelastning er størst i gruppene med lav og middels inntekt (desil 1–6). Isolert sett kan dette tyde på høy sårbarhet overfor svikt i inntekter eller høyere renteutgifter i disse gruppene.

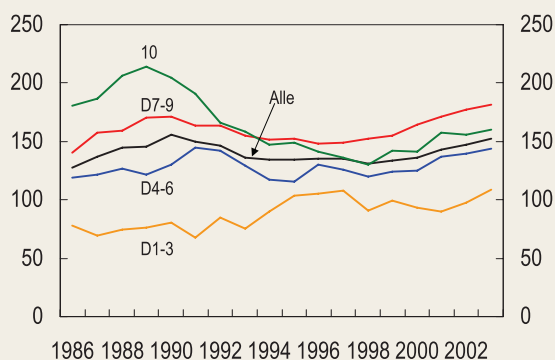
Medianen for gjeldsbelastningen i ulike inntektsgrupper av husholdninger med gjeld er gjengitt i figur 9. Gjeldsbelastningen for medianen viser et lignende forløp som i makro, med en topp på slutten av 1980-tallet

og en økning siden 1998. Gjeldsbelastningen for dem med høyest inntekt (desil 10) har falt betydelig siden 1980-tallet, trolig som følge av endringer i skattesystemet (se ovenfor). Det er husholdningene med høy inntekt (desil 7–9 og desil 10) som har høyest gjeldsbelastning, og det er disse husholdningene som har økt gjeldsbelastningen mest siden 1998. Gjeldsbelastningen har passert toppen fra slutten av 1980-tallet for gruppen med høye inntekter (desil 7–9).

Siden 2000 har gjennomsnittlig gjeldsbelastning økt i aldersgruppene som tradisjonelt har høy gjeld (25–54 år) og relativt høy gjeld (55–66 år), se figur 10. Gjeldsbelastningen er høyest i de yngre aldersgruppene (25–34 og 35–44 år). Forklaringen ligger i at disse husholdningene er i etableringsfasen. De siste årene fram til 2002 økte gjeldsbelastningen spesielt raskt i gruppen 25–34 år, som består av mange førstegangskjøpere av bolig. Boligprisene har trolig bidratt. At det er blitt mer vanlig for husholdninger i høyere aldersgrupper å ha gjeld, gjenspeiles i høyere gjeldsbelastning for de over 55 år enn det som var vanlig på 1980-tallet.

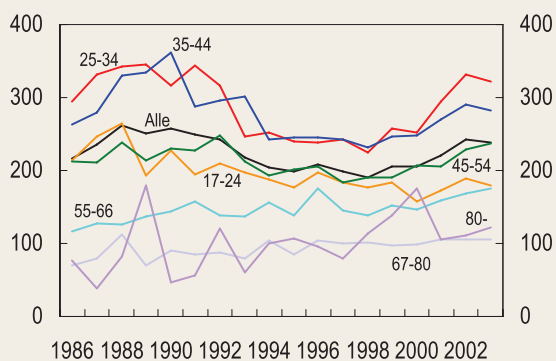
Forventet innføring av skatt på aksjeutbytte har ført til store uttak av aksjeutbytte siden 2000 (med unntak av 2001¹²). Mottatt aksjeutbytte har økt husholdningenes inntekter. Aksjeutbyttet er konsentrert til husholdninger med høye inntekter. Husholdningene i inntektsdesil 10 har siden 1995 mottatt vel 90 prosent av det samlede aksjeutbyttet. For husholdninger med gjeld i inntektsdesil 10 har aksjeutbytte økt fra under fire til 10 prosent av disponibel inntekt fra 1995 til 2003, se figur 11. En betydelig del av de ekstraordinære aksjeutbytterne siden 2000 er blitt tilbakeført til foretakene i form av kjøp av unoterte aksjer eller utlån fra husholdninger til foretak. For å få et riktigere bilde av husholdningenes gjeldsbelastning burde deres inntekter renses for reinvestert ekstraordinært aksjeutbytte. Det er imidlertid ikke gjort her, fordi det er vanskelig å anslå hvor stor del av aksjeutbyttet som er motivert av foretakenes skattemessige tilpas-

Figur 9 Gjeldsbelastning i ulike husholdningsgrupper, inndelt i desiler for inntekt etter skatt. Husholdninger med gjeld. Median. 1986–2003



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 10 Gjeldsbelastning etter alder. Husholdninger med gjeld¹. Gjennomsnitt. 1986–2003



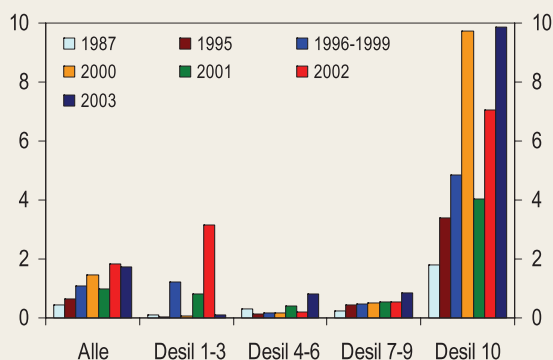
¹ Husholdninger uten inntekt, med negativ inntekt og/eller med gjeldsbelastning over 20 000 prosent er fjernet

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹¹ Se figur 2.12 i Norges Bank (2005)

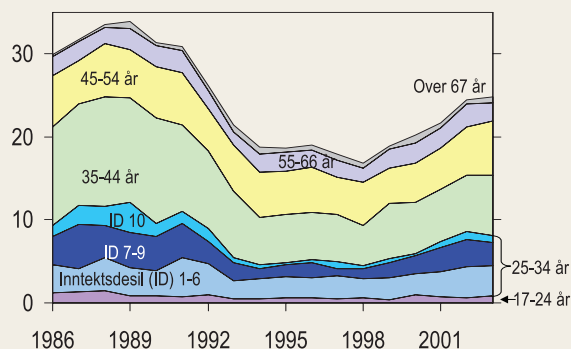
¹² Skatt på aksjeutbytte ble innført i september 2000, men ble opphevet fra 2002. Senere ble det varslet innføring av skatt på aksjeutbytte som utbetales fra 2006 (regnskapsåret 2005).

Figur 11 Aksjeutbytte i prosent av disponibel inntekt. Husholdninger med gjeld, inndelt i desiler for inntekt etter skatt



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 12 Gjeld i prosent av samlet gjeld. Husholdninger med gjeldsbelastning over 500 prosent etter alder. Innen 25-34 år også etter desiler for inntekt etter skatt. 1986-2003



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ninger og dermed reinvestert.¹³ På bakgrunn av økningen i aksjeutbytte til husholdninger i inntektsdesil 4–10 kan vi konkludere med at gjeldsbelastningen i disse gruppene (figur 9) for de siste årene til en viss grad er undervurdert.

5.2 Fordeling av gjeld mellom ulike grupper husholdninger

Mesteparten av gjelden holdes av husholdninger med gjeldsbelastning lavere enn 500 prosent, se tabell 2. Andelen gjeld i husholdninger med gjeldsbelastning over 500 prosent sank etter bankkrisen i 1988–1992, noe som er gunstig med hensyn til finansinstitusjonenes kredittrisiko og dermed for den finansielle stabiliteten. Utviklingen har imidlertid snudd siden 1998, men andelen gjeld i husholdninger med gjeldsbelastning over 500 pro-

sent var i 2003 fortsatt lavere enn på 1980-tallet. Endringene ser ut til å ha blitt drevet av de med høye inntekter (desil 7–9), men gjeldsandelen i husholdninger med middels inntekter (desil 1–6) har også økt og er betydelig.

Siden 1998 har andelen husholdninger med høy gjeldsbelastning (over 500 prosent) økt, men er fortsatt lavere enn på 1980-tallet. Det er husholdninger mellom 25 og 34 år som står for mesteparten av veksten. Figur 12 viser gjeld som prosent av samlet gjeld i hele utvalget for husholdninger med gjeldsbelastning over 500 prosent. Husholdningene er gruppert etter alder, og aldersgruppen 25–34 år er videre delt inn etter inntektsdesiler. Disse husholdningenes andel av samlet gjeld har økt siden 1998 i de fleste aldersgrupper, men økningen er størst for dem mellom 25 og 34 år, hvor andelen er nesten doblet. Det at disse gruppene kommer inn på boligmarkedet i en periode med sterk vekst i boligprisene, er trolig hoved-

Tabell 2 Gjeld i prosent av samlet gjeld etter gjeldsbelastning og inntekt¹. Inntektsdesiler for inntekt etter skatt. 1986-2003

Gjeldsbelastning	<400			400-500			>500			
Inntektsdesil	1-6	7-9	10	1-6	7-9	10	1-6	7-9	10	Sum gb>500
1986	15,2	28,7	15,4	2,3	3,6	2,6	7,4	8,6	14,1	30,0
1987	14,5	28,2	14,7	2,2	3,9	2,9	7,5	10,4	13,9	31,8
1988	13,5	26,7	13,8	2,4	5,0	2,1	9,0	9,2	15,3	33,5
1989	12,1	27,0	15,4	1,8	4,0	2,5	8,3	11,2	14,5	34,0
1990	12,6	26,7	14,8	2,9	5,4	3,0	7,9	10,6	12,9	31,3
1991	13,9	27,3	16,5	2,3	4,7	2,2	9,0	10,2	11,7	30,8
1992	15,6	29,6	16,1	2,6	5,0	2,8	9,8	8,2	8,1	26,1
1993	17,6	32,9	18,5	2,5	3,6	2,2	8,3	6,5	6,6	21,4
1994	16,9	35,0	19,4	2,6	3,7	2,3	7,3	4,8	6,7	18,7
1995	17,1	35,0	19,7	3,2	3,1	1,3	8,6	5,2	4,8	18,6
1996	18,2	33,8	19,1	3,1	3,6	2,3	7,9	6,3	4,8	19,0
1997	18,8	34,7	18,8	3,1	3,6	1,9	7,6	5,1	5,3	17,9
1998	18,8	35,5	18,7	3,0	3,6	1,9	7,5	5,3	4,1	16,9
1999	18,4	34,3	17,9	3,1	4,3	2,3	8,1	5,2	5,6	18,9
2000	17,2	33,5	18,8	3,4	4,2	2,2	8,3	6,6	5,3	20,2
2001	16,5	31,4	17,8	3,4	5,0	2,5	8,8	7,7	5,2	21,6
2002	15,9	30,0	17,0	3,3	5,6	2,5	9,5	9,0	5,9	24,4
2003	15,3	29,9	16,8	3,5	5,6	2,5	10,2	8,3	6,3	24,8

¹ Andelen gjeld summerer seg ikke til 100, fordi gjeld i husholdninger uten inntekt og i husholdninger med negativ inntekt er fjernet

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹³ I Norges Bank (2005), s. 18 benyttes anslag for reinvestert ekstraordinært aksjeutbytte for hele husholdningssektoren for å vurdere utviklingen i husholdningenes balanser. Disse kan imidlertid ikke overføres uten videre til mikronivå.

årsaken til utviklingen. Ved flytting er de andre aldersgruppene hjulpet et stykke på vei av verdiøkningen på sin bolig, slik at gjeldsøkningen blir noe mindre enn for de yngste.

Videre ser vi at blant inntektsdesilene i gruppen 25–34 år finner vi den største økningen hos de som har høye inntekter (desil 7–9). Selv om økningen i gjeld til en viss grad kan ha blitt drevet av unge med høye inntekter, er det ikke bare de som har strukket seg langt. Også unge husholdninger med lav og middels inntekt har fulgt etter. Fallet i renten, med over fire prosentpoeng i 2003, har gjort det mulig for husholdningene å betjene en større gjeld enn tidligere. Samtidig har sårbarheten for en renteøkning eller inntektssvikt økt for disse husholdningene.

En betydelig del av den samlede gjelden holdes av husholdninger med lav og middels inntekt (desil 1–6), se tabell 2. Andelen har økt noe siden 1980-tallet og er kommet opp i om lag 30 prosent i 2003. At gjeld ikke er begrenset til husholdninger med høye inntekter, ser ut til å være et kjennetegn ved norske husholdninger. Dette henger sammen med den høye andelen husholdninger som eier egen bolig. Analyser for europeiske land og USA finner at boliggjeld er konsentrert om husholdninger med høye inntekter.¹⁴ Dette bidrar isolert sett til å dempe kredittrisikoen, siden disse husholdningene har gode utsikter til å betjene gjelden. Sammenligninger mellom land er imidlertid vanskelige på grunn av ulik oppsplitting av gjeld. Annen gjeld enn boliggjeld ser ut til å være mer jevnt spredt over inntektsgrupper også i Europa og USA. Det er imidlertid ikke mulig å skille mellom boliggjeld og annen gjeld i norske data.

Vi har hittil sett at det ikke bare er husholdninger med høye inntekter, men også med lave og middels inntekter som kan ha høy gjeldsbelastning. Om den høye gjelds-

belastningen skyldes lav inntekt eller høy gjeld, kan ha implikasjoner for finansinstitusjonenes kredittrisiko. I tabell 3 er husholdninger med gjeld rangert etter størrelsen på gjelden og delt opp i 10 desiler. De 10 prosentene av husholdningene med høyest gjeld (gjeldsdesil 10) står for over 40 prosent av den samlede gjelden. Vi ser at alle inntektsdesiler er representert i gjeldsdesil 10. Dette innebærer at noen husholdninger med lave eller middels inntekter har veldig høy gjeld i nominelle kroner. Økt rente og dermed økte renteutgifter vil kunne legge et forholdsvis stort beslag på deres inntekter.

5.3 Finansformue

Inntekten er første buffer dersom husholdningenes renteutgifter øker. Finansformuen er neste buffer å ty til. Makroøkonomiske tall viser at husholdningene ikke bare bygger opp gjeld, men også finansielle fordringer.¹⁵ Gjeld og formue er naturlig nok skjevt fordelt mellom husholdningene. Det er ikke nødvendigvis hos husholdninger med gjeld at finansformuen øker. For å undersøke dette må mikrodata benyttes. Inntekts- og formuesstatistikken inkluderer ikke kollektive forsikringskrav, som er den største enkeltposten i husholdningenes finansformue, og hvor økningen har vært størst de seneste tre årene.¹⁶ Forsikringskravene er imidlertid lite likvide og kan ikke brukes dersom betalingsproblemer skulle oppstå. Derfor er tallene for finansformue i inntekts- og formuesstatistikken godt egnet til å kartlegge hvor utsatte husholdningene er ved en renteoppgang eller inntektssvikt.

Over halvparten av finansformuen var i 2003 holdt av husholdninger uten gjeld eller med veldig lav gjeldsbelastning (under 50 prosent), se figur 13. Denne type husholdningers andel av samlet finansformue har økt

Tabell 3 Gjeld i prosent av samlet gjeld etter gjelds- og inntektsdesiler. Inntektsdesiler for inntekt etter skatt. 1986-2003

Gjeldsdesil	1-6				7-9				10			
Inntektsdesil	1-3	4-6	7-9	10	1-3	4-6	7-9	10	1-3	4-6	7-9	10
1986	2,0	3,9	3,7	0,5	2,2	13,0	22,5	6,5	1,0	4,4	14,8	25,5
1987	2,1	4,0	3,4	0,6	1,5	12,4	23,3	6,6	1,0	4,7	16,2	24,2
1988	2,2	3,9	3,5	0,6	1,9	13,0	22,8	6,6	0,9	4,6	14,9	25,2
1989	1,8	3,4	2,9	0,5	1,9	12,4	24,7	6,3	1,4	3,1	15,2	26,5
1990	2,1	3,5	3,2	0,5	2,1	12,6	23,9	6,7	1,9	2,9	15,7	25,0
1991	2,3	3,4	3,1	0,6	2,2	14,0	22,7	6,9	0,8	3,5	17,1	23,6
1992	3,0	4,0	3,2	0,7	2,7	14,2	23,9	6,0	1,2	4,1	16,5	20,6
1993	2,7	4,4	3,4	0,7	2,4	13,1	24,5	6,5	1,6	4,9	15,1	20,8
1994	2,8	3,9	3,1	0,6	3,0	12,8	24,0	6,9	1,8	3,9	16,4	20,8
1995	3,3	4,0	3,1	0,7	3,2	12,2	23,9	6,7	1,5	5,6	16,4	19,4
1996	3,4	4,2	3,3	0,8	3,4	13,1	22,9	6,7	1,8	4,2	17,5	18,8
1997	3,3	4,4	3,3	0,7	3,5	13,0	22,8	6,5	1,7	4,1	17,3	19,4
1998	3,6	4,3	3,2	0,7	3,4	12,8	23,5	6,7	1,8	4,3	17,7	18,1
1999	4,0	4,0	3,4	0,8	3,4	13,5	23,2	6,1	1,6	3,9	17,3	19,0
2000	3,3	4,1	3,2	0,7	3,1	13,5	23,5	6,5	1,6	3,7	17,7	19,1
2001	3,4	4,3	3,4	0,8	3,3	13,1	23,7	6,5	1,6	4,4	17,2	18,3
2002	3,7	4,1	3,3	0,7	3,2	13,6	23,6	6,5	1,8	3,6	17,7	18,3
2003	3,7	4,1	3,3	0,7	3,2	13,5	23,9	6,2	2,4	3,8	16,7	18,7

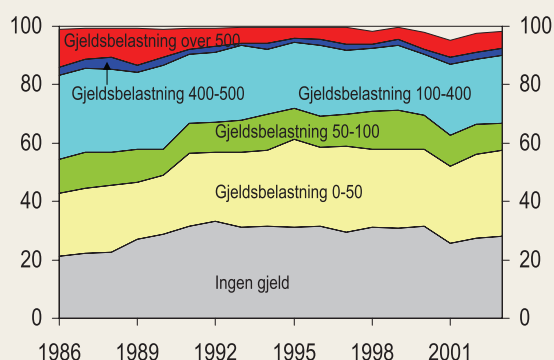
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹⁴ European Central Bank (2005b) og Aizcorbe, Kennickell og Moore (2003)

¹⁵ Se Norges Banks rapporter om finansiell stabilitet siden 2003, kapittel 2.2

¹⁶ Se Norges Bank (2005), figur 2.6

Figur 13 Finansformue¹ i prosent av samlet finansformue². Husholdninger inndelt etter gjeldsbelastning, 1986-2003



¹ Finansformue eksklusive kollektive forsikringskrav

² Andelene summerer seg ikke til 100, fordi finansformue i husholdninger uten inntekt eller med negativ inntekt er fjernet

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

betydelig siden 1980-tallet. Husholdninger med høy gjeldsbelastning (over 500 prosent) har en svært lav andel. I disse mest utsatte husholdninger har andelen av samlet finansformue blitt halvert siden 1980-tallet. Mikrodataene tyder derfor på at oppbyggingen av finansformue primært har funnet sted hos husholdninger uten gjeld eller med lav gjeldsbelastning, og at økningen i finansformue i liten grad kan betraktes som en buffer mot økte renteutgifter eller svikt i inntekten.

Økningen i gjeld har sitt motstykke i en økning i husholdningenes boligformue. Boligformuen er mindre likvid enn finansformuen. Dersom gjeldsbetjeningsproblemer tvinger store grupper husholdninger til å selge boligen samtidig, vil boligprisene og boligformuen kunne falle. Boligformuen er en forholdsvis volatil del av husholdningenes samlede formue som følge av mulige endringer i boligpriser. En fullstendig analyse av utsattetheten i husholdningene bør omfatte både finansformue og boligformue. Inntekts- og formuesundersøkelsen inneholder imidlertid kun likningsverdier på boliger, som er betydelig lavere enn markedsverdien. Dataene er derfor ikke egnet for en analyse av husholdningenes finansielle stilling der også boligformue trekkes inn.

6 Oppsummering

Husholdningenes gjeld har økt betydelig siden slutten av 1980-tallet. Empiriske analyser viser at gjeldsveksten har sammenheng med utviklingen i boligpriser. Mikrotall for husholdningene viser at gjeldsøkningen avspeiler både økt gjennomsnittlig gjeld per husholdning, økt antall husholdninger og økte gjeldsfrekvenser.

De fleste husholdninger har moderat eller lav gjeld i forhold til inntekt. Det er imidlertid et begrenset antall husholdninger som har påtatt seg høy risiko ved å ha en høy gjeldsbelastning (over 500 prosent). Husholdningene

med høy gjeldsbelastning holdt i 2003 en mindre andel av den samlede gjelden enn på slutten av 1980-tallet. Gjeldsøkningen i husholdningene med høy gjeldsbelastning i de senere årene har sammenheng med sterk gjeldsvekst blant unge husholdninger (25–34 år), som ofte er førstegangskjøpere på boligmarkedet. Blant disse har husholdninger med høye inntekter trolig bidratt mest, men også husholdninger med lave og middels inntekter har bidratt til å øke gjelden.

Husholdningenes finansielle tilpasning på 1980-tallet, i årene etter liberaliseringen av kredittmarkedet, var ikke bærekraftig. Etter bankkrisen i 1988–1992 ble gjeld i husholdninger med høy gjeldsbelastning i prosent av samlet gjeld redusert. Denne utviklingen er reversert siden 1998.

Oppbyggingen av finansformue kan i liten grad anses som en støtpute mot økningen i gjeld. Finansformuen har økt først og fremst hos husholdninger uten gjeld eller med lav gjeldsbelastning.

Referanser

- Aizcorbe, Ana M., Arthur B. Kennickell og Kevin B. Moore (2003): «Recent changes in U.S. family finances: evidence from the 1998 and 2001 survey of consumer finances», *Federal Reserve Bulletin*, January
- European Central Bank (2005a): «Household debt ratios in the euro area from an international perspective», *Financial Stability Review*, June, Box 6, s.53
- European Central Bank (2005b): «Assessing the financial vulnerability of mortgage-indebted euro area households using micro-level data», *Financial Stability Review*, December
- Jacobsen, Dag Henning og Bjørn E. Naug (2004): «Hva påvirker gjeldsveksten i husholdningene?», *Penger og Kreditt* 2/2004, s. 91–98. http://www.norges-bank.no/publikasjoner/penger_og_kreditt/2004-02/gjeldsveksten.pdf
- Norges Bank (2005): *Finansiell stabilitet* 2/05, http://www.norges-bank.no/finansiell_stabilitet/rapporter/finansiell_stabilitet/Nr.2/2005
- Redwood, Victoria og Merxe Tudela (2004): «From tiny samples do mighty populations grow? Using the British Household Panel Survey to analyse the household sector balance sheet», Bank of England Working Papers nr. 239
- Statistisk sentralbyrå (2004): *Inntekts- og formuesstatistikk for husholdninger 2002*, NOS D310

Valutahandelsstatistikken – ny innsikt i valutamarkedet

Erik Meyer og Janett Skjelvik, rådgivere i Statistikkavdelingen i Norges Bank*

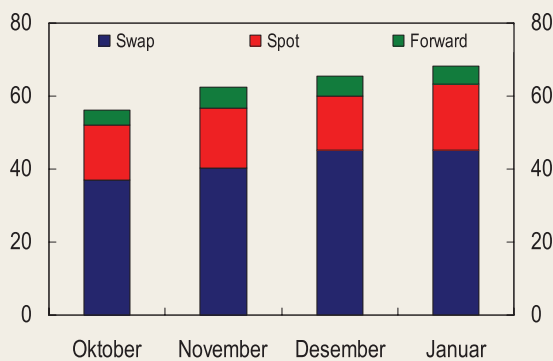
Norges Bank har publisert en ny statistikk over kjøp og salg av norske kroner mot utenlandsk valuta. Statistikken gir informasjon om aktiviteten i markedet for norske kroner, og vil være et viktig hjelpemiddel til å overvåke og kartlegge mekanismene i kronemarkedet. Valutahandelsstatistikken viser at den gjennomsnittlige kroneomsetningen til rapportørbankene per dag i perioden oktober 2005–januar 2006 var på over 63 milliarder kroner. Utenlandske banker dominerer handelen i spot- og swapmarkedet, mens ikke-finansielle foretak er størst i forwardmarkedet. Handel i norske kroner mot euro utgjør den største andelen av spottransaksjonene, mens for swaptransaksjonene dominerer handel mot dollar. For forwardtransaksjonene er valutaforordningen mer jevn.

1 Innledning

1.1 Formål og anvendelse

Valutahandelsstatistikken bygger på daglige transaksjonsdata over kjøp og salg av norske kroner mot utenlandsk valuta fra de største bankene. Handlene er fordelt på motpartsektorer, kontraktstyper (instrumenter) og løpetid. Valutahandelsstatistikken bidrar til å styrke informasjonsgrunnlaget for pengepolitikken ved å relatere aktiviteten i valutamarkedet til kronekursutviklingen. Den nye statistikken gir raskt informasjon om hvilke kundegrupper som har vært aktive og hvilke kontraktstyper de har benyttet. Gjennom kontakten med markedsaktørene vil Norges Bank kunne kartlegge årsakene til de skiftet statistikken fanger opp. Fremover vil datagrunnlaget også kunne gi et bidrag til forskningen innen valutakursteori. I overvåkingen av den finansielle stabiliteten er statistikken en ny kilde til informasjon om omsetning og løpetidsfordeling i valutasikringsmarkedet for norske kroner.

Figur 1 Gjennomsnittlig kroneomsetning per dag i valutamarkedet fordelt på kontraktstype. Oktober 2005–januar 2006. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Norges Banks valutahandelsstatistikk har felles trekk med Sveriges riksbanks system for innsamling av transaksjonsdata fra valutamarkedet. Riksbanken publiserer sin omsetningsstatistikk på månedsbasis, mens den norske valutahandelsstatistikken publiseres ukentlig.¹ Sammenlignet med statistikken til Riksbanken har valutahandelsstatistikken en noe mer spesifisert inndeling i kundegrupper og kontraktstyper. Norges Bank har basert kunde- og kontraktstypeinndelingen på resultater fra nyere forskning rundt ordrestrømsanalyser (se avsnitt 1.2). Vi er ikke kjent med at andre sentralbanker samler inn mikrodata fra valutamarkedet med tilsvarende detaljgrad og hyppighet.

Innsamlingen av data til den nye valutahandelsstatistikken startet i oktober 2005. Tallene for perioden fram til utgangen av januar 2006 viser at den gjennomsnittlige kroneomsetningen (volumet) per dag i valutamarkedet var på over 63 milliarder kroner for rapportørbankene.

Den høyeste omsetningen var i januar 2005, hvor det i gjennomsnitt ble kjøpt og solgt for 68 milliarder kroner per dag. Swaptransaksjonene dominerer handelen, med en andel på 66 prosent av omsetningen i hele perioden oktober–januar, mens spot- og forwardandelene utgjorde henholdsvis 26 og 8 prosent. Swaphandelen er kjennetegnet av store volumer, men relativt få handler. I forhold til totalt antall handler for alle kontraktstyper utgjorde swaphandler bare 5 prosent. Tilsvarende andeler for spot- og forwardkontrakter var på henholdsvis 79 og 16 prosent.

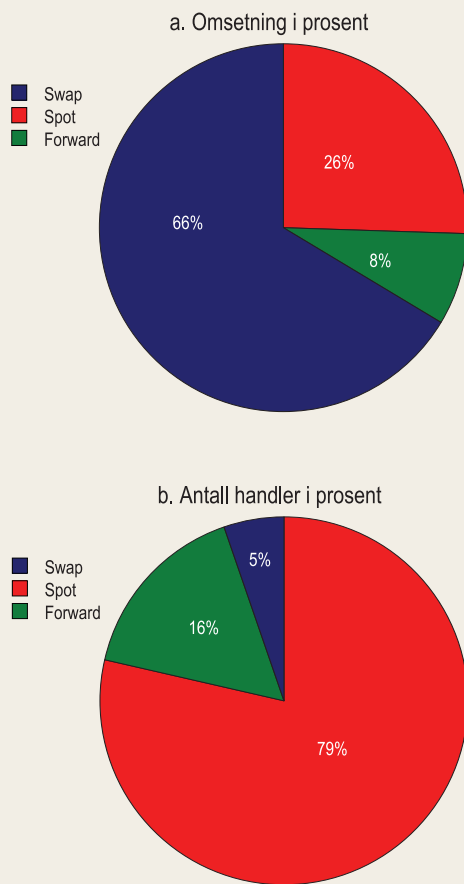
1.2 Teoretisk og empirisk bakgrunn

Valutahandelsstatistikken er forankret i en teoretisk analysemodell kalt ordrestrømanalyse. Ordrestrømmer er definert som forskjellen mellom verdien på kjøps- og salgsordre initiert av kunder i en periode, det vil si kundenes netto valutakjøp. Ordrestrømanalyse har vist seg nyttig til å forklare utviklingen i en rekke aktivapriser, deriblant valutakurser.

* Takk til kolleger i Norges Bank for nyttige kommentarer.

¹ Se <http://www.norges-bank.no/front/statistikk/no/vhandel/> og rammen på side 33.

Figur 2 Omsetning av norske kroner og antall handler i valutamarkedet fordelt på kontraktstype. Oktober 2005–januar 2006. Prosentandeler



Valutakursene kan bli påvirket gjennom to informasjonskanaler, en direkte og en indirekte kanal (Evans 2005). Offentlig tilgjengelig informasjon utgjør den direkte kanalen. For eksempel vil informasjon om utviklingen i BNP, KPI, kreditt eller sysselsetting kunne gi entydig og samtidig informasjon til prissetterne (marketsmakere), og kan påvirke valutakursen umiddelbart. I tradisjonelle makroøkonomiske modeller for valutakursen antas det at alle prissetterne mottar samme informasjon samtidig og har like forventninger om den fremtidige økonomiske utviklingen.

Den indirekte kanalen virker gjennom informasjon som ikke er allment kjent (privat informasjon). Eksempel på privat informasjon er kunnskap på mikro-nivå om resultatutvikling, kjøps- og salgsordre eller interne økonomiske analyser som leder til ulike forventninger om valutakursutviklingen. Privat informasjon tilflytter den enkelte prissetter via kundenes ordrestrømmer. Ordrestrømmene gir signaler om retningen og styrken på en eventuell valutakursjustering. Gjennomslaget på kursene kan ta tid: informasjonen skal tolkes, signa-

ler skal skilles fra støy og informasjonen skal spres til markedet som helhet via interbankhandelen. Ordrestrømmene og handleprosessen er en integrert del av hvordan spotkursene bestemmes og utvikler seg (Lyons 2001).²

Modeller som tar hensyn til ordrestrømmene når valutakursutviklingen skal forklares, er ofte omtalt som mikrobaserte modeller. Mikrobaserte modeller åpner for at valutakurseffekter kan komme gjennom både den direkte og den indirekte kanalen. Love og Payne (2002) og Evans og Lyons (2003) finner bevis for at begge kanalene er virksomme. Modeller basert på ordrestrømanalyser brukes i praksis ofte i kombinasjon med fundamentale og tekniske analyser. Flere empiriske undersøkelser viser at ordrestrømanalyser har en god forklaringskraft på kort- og mellomlang sikt, i motsetning til fundamentale analyser. Evans og Lyons (2005) viser at mikrobaserte modeller også har bedre prediksjonsegenskaper enn både standard makromodeller og random walk-modeller ved en horisont fra 1 dag til 1 måned.

Ordrestrømanalyser har tidligere ikke vært gjort for større deler av det norske kronemarkedet med utgangspunkt i daglige transaksjonsdata. Kundehandlene er i utgangspunktet bare observerbare for den enkelte bank, og flere av disse har hittil benyttet egne data i ordrestrømanalyser. Informasjonen i valutahandelsstatistikken vil derfor kunne være et viktig bidrag til utviklingen av ordrestrømanalyser fremover ved at flere bankers mikrodata sammenstilles.

2 Beskrivelse av statistikken

Valutahandelsstatistikken gir informasjon om rapportørbankenes kjøp og salg av norske kroner mot utenlandsk valuta, hvem som er motparter i handlene og hvilke kontraktstyper som er benyttet. Rapportørbankene er alle de nordiske bankene som er prisstillere i norske kroner. En betydelig del av kronehandelen til rapportørbankene finner sted i utlandet, gjennom hovedkontor eller filialer. Dette gjelder spesielt interbankhandel, opsjonshandel og handel med store kunder. For å fange opp rapportørbankenes totale aktivitet er regelen at all handel i norske kroner som finner sted gjennom bankdelen av konsernet innrapporteres, uansett hvor i verden handelen skjer.

Den totale omsetningen av kroner i valutamarkedet er vanskelig å tallfeste. Den treårige undersøkelsen av valuta- og derivatmarkedet i regi av Bank for International Settlements (BIS) målte i april 2004 dagsomsetningen for norske kroner i valutamarkedet til drøyt 91 milliarder kroner. Målt i forhold til dette gir valutahandelsstatistikkenes gjennomsnittlige omsetning i perioden oktober 2005–januar 2006 en dekningsgrad på 69

² Kausaliteten går her fra ordrestrøm til valutakurs. I andre sammenhenger vil kausaliteten gå den andre veien, fra valutakurs til ordrestrøm, for eksempel handel basert på tekniske analyser.

Definisjoner og inndelinger i statistikken og inndelinger brukt i artikkelen

Kontraktstype/instrumentinndeling og løpetidsfordeling:

(Angir transaksjonstype og kontraktens varighet fra inngåelse til utløpsdato.)

Spot: Avtale om kjøp eller salg av valuta der kontrakten forfaller to bankdager etter kontraktsinngåelse.

Forward: En forward- eller terminkontrakt er en avtale om kjøp eller salg av valuta for fremtidig levering som enten er kortere eller lengre enn to bankdager etter kontraktsinngåelse. Beløp, leveringskurs og leveringsdag avtales ved kontraktsinngåelse og kan ikke endres i kontraktsperioden.

Løpetider i statistikken:

- 0 t.o.m. 1 dag
- 3 dager t.o.m. 3 mnd
- 3 mnd t.o.m. 6 mnd
- 6 mnd t.o.m. 12 mnd
- 12 mnd t.o.m. 2 år
- over 2 år

Swap: Avtale om kjøp/salg av valuta (det korte benet), samtidig som det inngås avtale om tilbake-salg/tilbakekjøp av valutaen (det lange benet) på et fastsatt fremtidig tidspunkt til en kurs som fastsettes i dag. For å unngå dobbelttelling blir bare det lange benet innrapportert til valutahandelsstatistikken. Dette er i tråd med føringsmåten i den treårige BIS-undersøkelsen (Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity) og standarden i markedet.

Løpetider i statistikken:

- 0 t.o.m. 2 dager
- 3 dager t.o.m. 3 mnd
- 3 mnd t.o.m. 6 mnd
- 6 mnd t.o.m. 12 mnd
- 12 mnd t.o.m. 2 år
- over 2 år

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.

Opsjonsinndeling i statistikken:

- Put – salgsopsjon
- Call – kjøpsopsjon
- Andre – restpost

Motpartsinndeling:

(Betegner hvem den rapporterende institusjonen har avtalt en handel med.)

Kundeinndeling i statistikken:

- Andre rapportørbanker
- Andre utenlandske banker
- Andre norske banker
- Andre norske kunder i finansiell sektor
- Oljeselskaper
- Norske ikke-finansielle kunder utenom oljeselskapene
- Utenlandske kunder i finansiell sektor ellers
- Utenlandske ikke-finansielle kunder
- Norges Bank

Kundeinndeling i artikkelen:

- Finansielle kunder: andre norske banker enn rapportørbankene, andre norske kunder i finansiell sektor, andre utenlandske kunder i finansiell sektor og Norges Bank
- Ikke-finansielle kunder: norske ikke-finansielle kunder ekskl. oljeselskapene, utenlandske ikke-finansielle kunder og oljeselskaper
- Norske kunder: andre norske banker enn rapportørbankene, andre norske kunder i finansiell sektor, norske ikke-finansielle kunder ekskl. oljeselskapene, oljeselskaper og Norges Bank
- Utenlandske kunder: andre utenlandske kunder i finansiell sektor og utenlandske ikke-finansielle kunder

Valutafordeling:

- EUR/NOK – kjøp/salg av euro mot norske kroner
- USD/NOK – kjøp/salg av amerikanske dollar mot norske kroner
- ANDRE/NOK – kjøp/salg av andre valutaer mot norske kroner

Utdrag fra valutahandelsstatistikken slik den publiseres på Norges Banks hjemmesider

Tabell 1. Valutatransaksjoner. Spot og forward
Table 1. Foreign exchange transactions. Spot and forward

Millioner kroner/Million NOK

			2 006			
			Uke 7	Uke 8	Uke 9	Uke 10
			13.02-19.02	20.02-26.02	27.02-05.03	06.03-12.03
Netto valutakjøp			Net foreign exchange purchase			
Instrument	Spot		-624	4 878	7 236	6 325
	Forward		3 377	-3 967	-2 683	-8 436
	Totalt		2 753	911	4 554	-2 111
Motpartinndeling med fokus på finansielle og ikke-finansielle kunder <i>Counterparty category with focus on financial and non-financial clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	-95	-441	367	346
	Utenlandske banker	Foreign banks	-4 497	4 117	7 354	3 324
	Finansielle kunder	Financial clients	1 596	-988	-458	-1 446
	Ikke-finansielle kunder	Non-financial clients	6 559	-1 012	-1 605	-3 185
	Norges Bank	Central Bank of Norway	-810	-765	-1 105	-1 150
	Totalt		2 753	911	4 554	-2 111
Motpartinndeling med fokus på norske og utenlandske kunder <i>Counterparty category with focus on Norwegian and foreign clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	-95	-441	367	346
	Utenlandske banker	Foreign banks	-4 497	4 117	7 354	3 324
	Norske kunder	Norwegian clients	7 806	-884	-3 077	-4 756
	Utenlandske kunder	Foreign clients	350	-1 115	1 014	125
	Norges Bank	Central Bank of Norway	-810	-765	-1 105	-1 150
	Totalt		2 753	911	4 554	-2 111
Valutakjøp			Foreign exchange purchases			
Instrument	Spot		40 368	32 295	45 663	53 484
	Forward		15 900	10 484	12 411	15 141
	Totalt		56 268	42 780	58 074	68 626
Motpartinndeling med fokus på finansielle og ikke-finansielle kunder <i>Counterparty category with focus on financial and non-financial clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	6 648	5 535	7 580	10 858
	Utenlandske banker	Foreign banks	23 866	18 137	30 810	31 500
	Finansielle kunder	Financial clients	10 025	9 882	5 661	9 176
	Ikke-finansielle kunder	Non-financial clients	15 729	9 225	14 023	17 092
	Norges Bank	Central Bank of Norway				
	Totalt		56 268	42 780	58 074	68 626
Motpartinndeling med fokus på norske og utenlandske kunder <i>Counterparty category with focus on Norwegian and foreign clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	6 648	5 535	7 580	10 858
	Utenlandske banker	Foreign banks	23 866	18 137	30 810	31 500
	Norske kunder	Norwegian clients	21 463	16 429	14 838	22 045
	Utenlandske kunder	Foreign clients	4 291	2 678	4 845	4 223
	Norges Bank	Central Bank of Norway				
	Totalt		56 268	42 780	58 074	68 626
Valutasalg			Foreign exchange sales			
Instrument	Spot		40 992	27 417	38 426	47 159
	Forward		12 523	14 451	15 093	23 577
	Totalt		53 515	41 868	53 520	70 737
Motpartinndeling med fokus på finansielle og ikke-finansielle kunder <i>Counterparty category with focus on financial and non-financial clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	6 743	5 976	7 213	10 512
	Utenlandske banker	Foreign banks	28 363	14 020	23 455	28 176
	Finansielle kunder	Financial clients	8 429	10 870	6 119	10 622
	Ikke-finansielle kunder	Non-financial clients	9 170	10 237	15 628	20 276
	Norges Bank	Central Bank of Norway	810	765	1 105	1 150
	Totalt		53 515	41 868	53 520	70 737
Motpartinndeling med fokus på norske og utenlandske kunder <i>Counterparty category with focus on Norwegian and foreign clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	6 743	5 976	7 213	10 512
	Utenlandske banker	Foreign banks	28 363	14 020	23 455	28 176
	Norske kunder	Norwegian clients	13 657	17 314	17 915	26 800
	Utenlandske kunder	Foreign clients	3 942	3 793	3 831	4 098
	Norges Bank	Central Bank of Norway	810	765	1 105	1 150
	Totalt		53 515	41 868	53 520	70 737
Netto valutakjøp akkumulert			Net foreign exchange purchase accumulated			
Instrument	Spot		7 584	12 462	19 698	26 023
	Forward		7 231	3 264	581	-7 855
	Totalt		14 815	15 726	20 280	18 169
Motpartinndeling med fokus på finansielle og ikke-finansielle kunder <i>Counterparty category with focus on financial and non-financial clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	6 131	5 690	6 057	6 403
	Utenlandske banker	Foreign banks	4 623	8 740	16 094	19 418
	Finansielle kunder	Financial clients	4 570	3 582	3 124	1 678
	Ikke-finansielle kunder	Non-financial clients	36 693	35 681	34 076	30 891
	Norges Bank	Central Bank of Norway	-37 201	-37 966	-39 071	-40 221
	Totalt		14 815	15 726	20 280	18 169
Motpartinndeling med fokus på norske og utenlandske kunder <i>Counterparty category with focus on Norwegian and foreign clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	6 131	5 690	6 057	6 403
	Utenlandske banker	Foreign banks	4 623	8 740	16 094	19 418
	Norske kunder	Norwegian clients	38 986	38 102	35 025	30 269
	Utenlandske kunder	Foreign clients	2 277	1 162	2 176	2 301
	Norges Bank	Central Bank of Norway	-37 201	-37 966	-39 071	-40 221
	Totalt		14 815	15 726	20 280	18 169
Antall handler			Number of transactions			
Instrument	Spot		13 655	13 549	16 124	14 216
	Forward		3 135	2 013	4 051	2 732
	Totalt		16 790	15 562	20 175	16 948

prosent. Det er her ikke justert for dobbelttelling i tallene forårsaket av rapportørbankenes handel med hverandre. Årsaken til at valutahandelsstatistikken ikke har høyere dekningsgrad, er blant annet at statistikken kun omfatter enkelte utenlandske banker, samt at ikke alle rapportørbankene har fullstendig konsernrapportering.

Norges Bank får ikke innrapportert enkelttransaksjoner. All handel i løpet av en dag er summert opp på følgende spesifikasjoner: kjøp og salg, valuta, motpartssektor og kontraktstype. Forwards og swapper er også inndelt i seks ulike løpetidsbånd. Eksempelvis vil alle spotkjøp i norske kroner mot euro som en rapportørbank har mot alle utenlandske banker i løpet av en dag, summeres opp. I tillegg rapporteres antall handler for hver kombinasjon av de nevnte spesifikasjonene. Antall handler gir oss informasjon om likviditeten i markedet og kan forklare volatilitet. Innrapporteringen skjer på daglig basis senest ved utgangen av påfølgende virkedag.

Kundeinndelingen gir oss et godt grunnlag for å studere ulike kundegruppers adferd i markedet. Med bakgrunn i ordrestrømteorien er det lagt vekt på skillet mellom finansielle og ikke-finansielle kunder. Disse to kundegruppene handler kan reflektere ulike motiv knyttet til foretakenes funksjon. Ikke-finansielle foretaks transaksjoner er sterkere knyttet til eksport/import av varer og tjenester og realinvesteringer, mens de finansielle foretakenes transaksjoner i større grad er knyttet til finansinvesteringer.

Siden Norge er en relativt liten og åpen økonomi, er det også interessant å skille mellom norske og utenlandske kunder. Utenlandske aktører har over lang tid vært dominerende i kronemarkedet. Perioder med ulik adferd mellom innenlandske og utenlandske kunder kan gjenspeile både asymmetrisk informasjon og ulike forventninger om den økonomiske utviklingen.

3 Anvendelse av statistikken

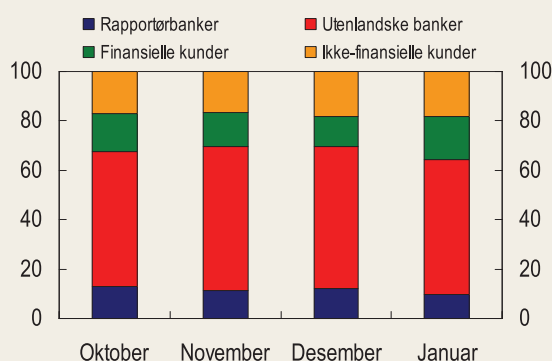
3.1 Analyse av markedsstrukturen

Kundegrupper

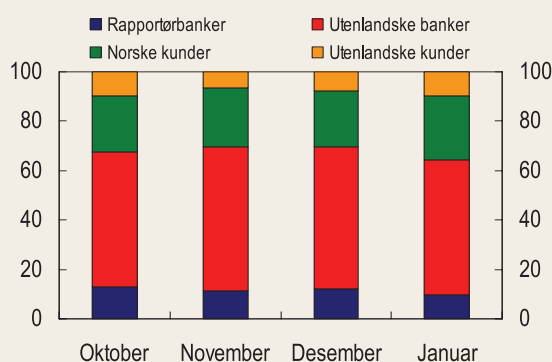
For å gi et bilde av forskjellige aktørers aktivitet i markedet for norske kroner, viser vi i figur 3 omsetningen fordelt på de ulike kundegruppene i statistikken. I figur 3a er fokuset på skillet mellom finansielle og ikke-finansielle kunder, mens det i figur 3b fokuseres på utenlandske og norske kunder. Både utenlandske banker og rapportørbanker er skilt ut som egne kundegrupper, selv om disse motpartssektorene kan betraktes som finansielle kunder. Figurene viser at transaksjoner med utenlandske banker utgjør hoveddelen av handelen i norske kroner. I hele 56 prosent av handlene var utenlandske banker motpart. Bak handlene til de utenlandske bankene dominerer trolig utenlandske finansielle kunder, deriblant ulike typer fond.

Figur 3 Omsetning av norske kroner i valutamarkedet fordelt på ulike kundegrupper¹. Oktober 2005–januar 2006. Prosentandeler

a. Finansielle og ikke-finansielle kunder



b. Utenlandske og norske kunder



¹ Rapportørbankenes omsetning er ikke justert for dobbelttelling.

Kilde: Norges Bank

Finansielle kunders handel utgjorde 15 prosent av omsetningen, mens ikke-finansielle sto for 18 prosent. Finansielle kunder omfatter norske banker utenom rapportørbankene, andre norske kunder i finansiell sektor, utenlandske kunder i finansiell sektor utenom bankene og Norges Bank. Ikke-finansielle kunder omfatter norske og utenlandske ikke-finansielle kunder og oljeselskaper. Figuren viser at norske kunder (inkl. Norges Bank) har en større andel av omsetningen mot rapportørbankene enn utenlandske kunder utenom utenlandske banker.

I perioden oktober 2005 til januar 2006 sto oljeselskapenes kjøp og salg av kroner for 1,6 prosent av den totale omsetningen, kronekjøpene alene utgjorde 1,2 prosent. Forklaringen på denne relativt lave andelen kan være at perioden faller mellom to innbetalinger av oljeskatten. Oljeskatten forfaller til betaling 1. oktober og 1. april hvert år. Dette medfører at oljeselskapene må kjøpe norske kroner forut for disse to forfallsdatoene, men det er en økende tendens til at oljeselskapene sprer kjøpene av norske kroner over året. Innbetaling av oljeskattene vil isolert sett kunne bidra til en styrking av kronekursen, men motvirkes av Norges Banks kjøp av valuta til

Statens pensjonsfond – Utland (tidligere Petroleumsfondet). Norges Banks kjøp av valuta utgjorde drøyt 0,6 prosent av samlet omsetning i perioden, mot oljeselskapenes nettosalg på 0,9 prosent av samlet omsetning.

Kontraktstype

Det er viktig å skille mellom spot, forward og swapper, ettersom disse har ulike funksjoner og benyttes i ulik grad av de forskjellige kundegruppene. Det kan være mange årsaker til spottransaksjoner, som for eksempel kjøp av varer og tjenester, investering i verdipapirer eller ren spekulasjon. Forwards brukes mye av ikke-finansielle foretak til valutakurssikring av fremtidige betalinger til/fra utlandet. Swappene benyttes mest i interbankmarkedet og spiller en viktig rolle i likviditetsstyringen. Swaptransaksjoner har ingen direkte effekt på kronekursen, men kan påvirke kronekursen indirekte gjennom likviditetseffekter. For swapper er det bare det «lange benet» som innrapporteres, dette er i samsvar med BIS sin treårige undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene. Swap er en avtale om kjøp (salg) av valuta, samtidig som det inngås avtale om tilbakesalg (tilbakekjøp) av valutaen på et fastsatt fremtidig tidspunkt til en

kurs som fastsettes i dag. Det «lange benet» er her tilbakesalget (tilbakekjøpet) av valuta.

Figur 4 viser omsetningen i norske kroner fordelt på kontraktstype og motpartsektor. Forwardkontrakter benyttes mest av ikke-finansielle kunder. Denne gruppen har snaut 56 prosent av omsetningen av forwardkontraktene i perioden. Ikke-finansielle kunders handel med forwardkontrakter var like stor som spothandelen deres, med 26 prosent av gruppens omsetning. For alle kundegruppene er det swapomsetningen som dominerer handelen. Swapomsetningen til utenlandske banker utgjorde 75 prosent av deres omsetning totalt og 63 prosent av den samlede swapomsetningen.

Rapportørbankenes opsjonshandler mot ulike kunde-grupper blir også innrapportert til valutahandelsstatistikken. Store opsjonsforfall kan bidra til kursbevegelser. Det norske valutaopsjonsmarkedet har vokst raskt de siste årene, men er fortsatt relativt lite og gjennomsliktig. Alle innsamlede data blir derfor per i dag kun benyttet internt i Norges Bank.

Løpetid

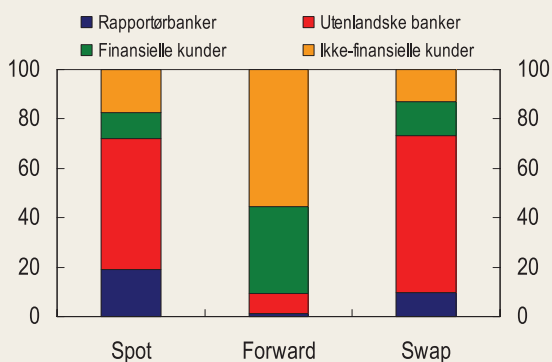
Løpetidsinndelingen i valutahandelsstatistikken gir oversikt over omfanget av valutasikringsadferden til ikke-finansielle kunder. Figur 5 viser løpetidsfordelingen på inngåtte forwardkontrakter i perioden oktober 2005–januar 2006. Det er de korte løpetidene som dominerer handelen. Over 75 prosent av kontraktene hadde forfall innen tre måneder, mens nærmere 88 prosent hadde forfall innen seks måneder. Det er i hovedsak ikke-finansielle kunder som har inngått kontrakter med forfall utover seks måneder. Over 19 prosent av forwardkontraktene til denne gruppen hadde forfall utover 6 måneder, hvorav en tredjedel hadde løpetid over 12 måneder.

Valutapar

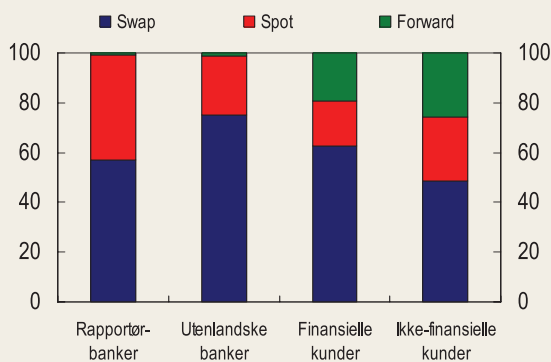
For spottransaksjoner, forwards og swapper sett under ett, er amerikanske dollar den valutaen norske kroner handles mest mot. Figur 6 viser at 63 prosent av hand-

Figur 4 Omsetning av norske kroner i valutamarkedet fordelt på kontraktstype og ulike kundegrupper. Oktober 2005–januar 2006. Prosentandeler

a. Kontraktstype fordelt på kundegrupper

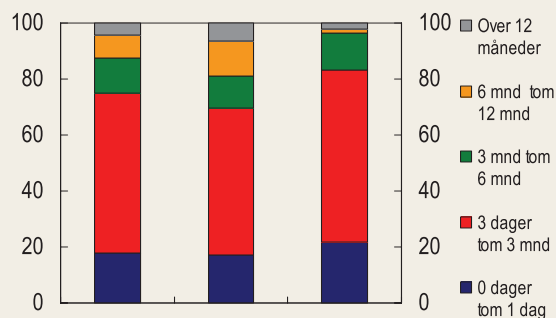


b. Kundegruppe fordelt på kontraktstyper



Kilde: Norges Bank

Figur 5 Omsetning av kroner i forwardmarkedet fordelt på løpetid. Oktober 2005–januar 2006. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

lene i den aktuelle perioden ble gjort mot dollar. Valutaandelen varierer mellom kontraktstypene. Dollarandelen i spottransaksjoner er kun på 14 prosent, mot hele 84 prosent av swaptransaksjonene. I spotmarkedet er det handel i norske kroner mot euro som dominerer, med en andel på 71 prosent. I forwardmarkedet er valutaandelene jevnere fordelt mellom dollar, euro og andre valutaer.

Forskjellene i valutaandelene mellom de ulike kontraktstypene samsvarer med bruken av det elektroniske handlesystemet Reuters. I Reuters stilles det til enhver tid toveis priser for euro mot norske kroner i spotmarkedet og for amerikanske dollar mot norske kroner i swapmarkedet.³ Dette medfører at handelen i norske kroner i spotmarkedet hovedsakelig gjøres mot euro, mens for swapmarkedet er handelen hovedsakelig mot dollar.

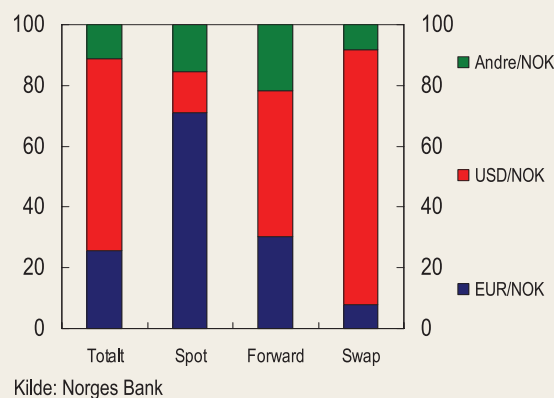
3.2 Ordrestrømanalyser

Resultater fra flere studier viser at informasjon fra ordrestrømmer gir et viktig bidrag til å forklare valutakursutviklingen, se Lyons (2001) og Rime (2001). I et marked med privat informasjon vil prissetterne ved kjøpspress mot en valuta trekke den slutning at noen kunder har mottatt positive signaler om valutaens verdi og vil ønske å justere prisen/kursen deretter. Det er handel med potensielt bedre informerte aktører som får prissetterne til å endre sine forventninger og priser.

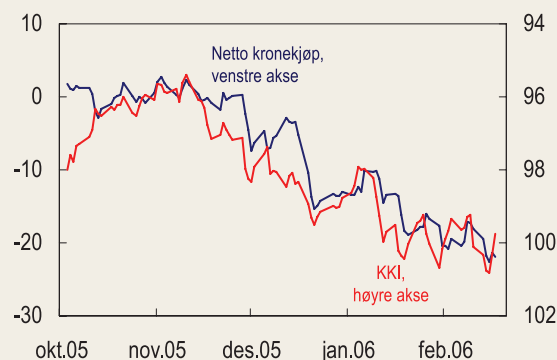
De samme undersøkelsene viser at det ikke ligger like mye informasjon i alle kundegruppenes ordrer. Prisgjennomslaget fra finansielle kunders ordre er betydelig større enn prisgjennomslaget fra ikke-finansielle kunder. Dette kan ha sammenheng med at markedsaktørene har ulike roller (Lyons 2001). I Bjønnes m.fl. (2005) blir det vist at det er de finansielle kundene som driver kursutviklingen. Valutabankene tilbyr likviditet på kort sikt mens ikke-finansielle kunder er viktige likviditetstilbydere (klarerer markedet) på litt lengre sikt.

Figur 7 viser at det er en relativt høy positiv korrelasjon mellom finansielle kunders ordrestrømmer og utviklingen i kronekursen. En mulig forklaring kan være at en stor del av de finansielle kundenes handler er knyttet til porteføljeinvesteringer i andre markeder. Aksjemarkedet er spesielt viktig, med høy volatilitet og store prisvariasjoner. Avkastningsmulighetene er normalt større i aksjemarkedet enn i valutamarkedet. Det kan derfor være viktigere å finne riktig tidspunkt for å gå inn i aksjemarkedet fremfor å vente på en gunstig valutakurs. De finansielle kundene kan derfor være villige til å kjøpe valuta dyrt, noe som vil drive kursen, da investorer i aksjemarkedet normalt ikke sikrer sine valutaposisjoner. Investorene er på forhånd usikre på når de kommer til å gå inn og ut av valutamarkedet, og de kan betrakte valutarisikoen som relativt liten i forhold til den totale risikoen (Bjønnes m.fl. 2005). Figur 8 viser at i perioden

Figur 6 Omsetning av norske kroner i valutamarkedet fordelt på valutapar. Oktober 2005–januar 2006. Prosentandeler



Figur 7 Finansielle kunders¹ akkumulerte netto kjøp av norske kroner (spot og forward) mot rapportørbankene, og kronekursutviklingen. Dagstall akkumulert over perioden 03.10.05–17.02.06. Milliarder kroner og indeks

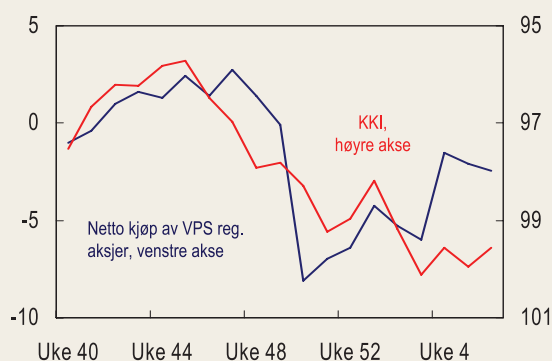


fra uke 40 2005 til og med uke 6 2006 var det en god samvariasjon mellom utlendingers nettkjøp av VPS-registrerte aksjer og kronekursutviklingen.

Figur 3 viser at mye av handelen i markedet finner sted mellom rapportørbankene og utenlandske banker. Denne interbankhandelen reduserer og fordeler kursrisikoen. Bankene er som oftest kun mellommenn i handlene og tar vanligvis ikke store posisjoner over natten (er kortsiktige likviditetstilbydere). Hvis bankene fremdeles har utestående posisjoner etter handlene seg imellom, vil de prøve å overføre posisjonen og risikoen til kundene ved å kompensere disse med en risikopremie. Anta at banken har en udekket valutaposisjon, og ønsker å kjøpe valuta og selge norske kroner. For å «friste» kundene til å kjøpe norske kroner må prisen reduseres. Kronekursen vil svekke seg, og kundens

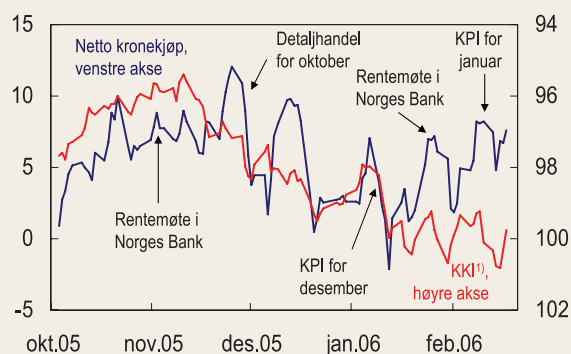
³ Med toveis priser menes at det stilles priser både for kjøp og salg av valutaen.

Figur 8 Utlendingers akkumulerte netto kjøp av VPS-registrerte aksjer, og kronekursutviklingen. Uketall akkumulert over perioden 03.10.05–10.02.06. Milliarder kroner og indeks



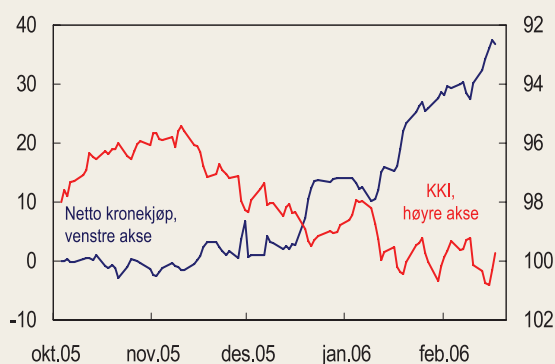
Kilder: VPS og Norges Bank

Figur 10 Alle kunders akkumulerte netto kjøp av norske kroner spot mot rapportørbankene, og kronekursutviklingen. Dagstall akkumulert over perioden 03.10.05–17.02.06. Milliarder kroner og indeks



Kilde: Norges Bank

Figur 9 Ikke-finansielle kunders¹ akkumulerte netto kjøp av norske kroner (spot og forward) mot rapportørbankene, og kronekursutviklingen. Dagstall akkumulert over perioden 03.10.05–17.02.06. Milliarder kroner og indeks



¹ Ikke-finansielle kunder omfatter norske og utenlandske ikke-finansielle kunder og oljeselskap

Kilde: Norges Bank

ordrestrøm viser kjøp av norske kroner. Dette kan være en forklaring på den negative korrelasjonen i figur 9 mellom ikke-finansielle kunders ordrestrømmer og KKI.

Årsaken til at ikke-finansielle kunder i større grad enn finansielle kunder er motpart til bankene når de skal dekke sine posisjoner, er i henhold til ordrestrømteorien knyttet til kundegruppenes motiver for å handle. Ikke-finansielle kunder vil i større grad handle valuta som følge av vare- og tjenestehandel mot utlandet eller på grunn av direkte investeringer i utlandet. I motsetning til mange andre aktivapriser, endrer de fleste varepriser seg sakte. Valutakursen vil ha relativt større betydning for de ikke-finansielle kundene, og de vil ønske å vente til kursen fremstår som tilstrekkelig attraktiv før de handler.

I tillegg til å se på sammenhengen mellom valutakursbevegelser og kundedadferd, er det også interessant å se

på hvordan enkeltbegivenheter kan slå ut i statistikken. Dette kan være offentliggjøring av ny informasjon eller publisering av statistikk som markedet oppfatter som potensielt viktig for utviklingen i valutakursen.⁴ Figur 10 viser kundenes netto kjøp av norske kroner spot, kronekursen og noen tidspunkter for offentliggjøring av ny informasjon.

Ved rentemøtet i Norges Bank den 2. november ble det vedtatt å heve styringsrenten med 0,25 prosentpoeng. Både beslutningen om å heve renten og kommunikasjonen fra Norges Bank var som forventet i markedet, og medførte kun begrensede utslag i kronekursen og ordrestrømmene. Den 25. januar 2006 ble det ved rentemøtet vedtatt å holde styringsrenten uendret. Dette var i tråd med markedets forventninger, men det var også forventninger om at det skulle gis signal om renteøkning ved neste rentemøte den 16. mars. Disse forventningene ble ikke innfridd, og i dagene etter rentemøtet 25. januar svekket kursen på norske kroner seg, og kundegruppene sett under ett netto solgte norske kroner spot. Tall for detaljomsetningen for oktober ble offentliggjort den 29. november 2005. Overraskende svake detaljhandelstall førte til et stort netto salg av norske kroner og krone-svekkelse i de påfølgende dagene. Publisering av KPI for desember og januar var i begge tilfellene lavere enn markedet forventet, og kronen svekket seg. Samtidig viste valutahandelsstatistikken et netto salg av norske kroner for alle kunde grupper samlet.

4 Oppsummering

Bruk av bankenes ordrestrømmer i analysearbeidet er en relativt ny innfallsvinkel for å forklare valutakursutvikling. Så langt har forskning på ordrestrømmer gitt lovende resultater, og valutahandelsstatistikken vil gi et bidrag til ytterligere empiriske undersøkelser på dette

⁴ Jf. diskusjonen av den direkte kanalen under avsnitt 1.2

feltet. Med daglige data vil vi kunne studere hvordan enkeltbegivenheter påvirker aktørene i markedet, og ved endringer i kronekursen vil vi raskt se hvilke kundegrupper som har vært mest aktive. Når vi ser på spot- og forwardtransaksjoner samlet, er det en positiv korrelasjon mellom finansielle kunders netto kronekjøp og KKI, mens det er negativ korrelasjon mellom ikke-finansielle kunders netto kronekjøp og KKI.

Referanser

Bjønnes, G.H., Rime, D. and Solheim, H.O.A (2005): «Liquidity provision in the overnight foreign exchange market». *Journal of International Money and Finance* 24, 175–196

Evans, Martin and Richard Lyons (2003): «How Is Macro News Transmitted into Exchange Rates?» NBER Working Paper 9433, January

Evans, Martin and Richard Lyons (2005): «Meese-Rogoff Redux: Micro-Based Exchange Rate Forecasting». *American Economic Review P&P*, May

Evans, Martin D.D. (2005): Foreign Exchange Market Microstructure. <<http://www.georgetown.edu/faculty/evansm1/>> (nedlastet [19. januar 2006])

Love, R. and Payne (2002): *Macroeconomic news, order flows, and exchange rates*. London School of Economics, December

Lyons, Richard K. (2001): «New Perspective on FX Markets: Order-Flow Analysis». *International Finance*, 303–320

Lyons, Richard K. Foreign Exchange (2002): «Macro Puzzles, Micro Tools». *Economic Review* 2002, *Federal Reserve Bank of San Francisco*, 51–69

Rime, Dagfinn (2001): Private or Public Information in Foreign Exchange Markets? An Empirical Analysis. Research Department Norges Bank and Stockholm Institute for Financial Research, September. (Upplisert notat, Norges Bank)

Publikasjoner fra Norges Bank

Borgersen, Anders Bohlin og Sigbjørn Wettre (2005): «Undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene i 2004: Sterk vekst i det norske rentederivatmarkedet». *Penger og Kreditt* 1/2005, 41–52, Oslo, Norges Bank

Børsum, Øystein og Bernt Arne Ødegaard (2005): «Valutasikring i norske selskaper». *Penger og Kreditt* 1/2005, 29–40, Oslo, Norges Bank

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

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

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

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

Finansiell stabilitet og pengepolitikk – teori og praksis

Kjersti Haugland, konsulent, og Birger Vikøren, fagdirektør, Finansmarknadsavdelinga i Noregs Bank¹

Både prisstabilitet og finansiell stabilitet er viktig for å oppnå makroøkonomisk stabilitet. Korleis ein bør vega omsynet til finansiell stabilitet mot omsynet til prisstabilitet i pengepolitiske avgjerder er ikkje opplagt. Det ser likevel ut til, både ut frå kommunikasjon og pengepolitiske avgjerder i sentralbankar, at finansiell stabilitet er i ferd med å få ei meir tydeleg rolle i pengepolitikken. Dette heng saman med kunnskapen om at finansiell stabilitet har konsekvensar for den framtidige utviklinga i inflasjon og produksjon. I Noreg vert vurderingar av finansiell stabilitet innarbeidd i den pengepolitiske rådgjevingssprosessen, ved at Noregs Bank Finansiell stabilitet bidrar med informasjon, anslag og råd i den førebauande prosessen opp mot pengepolitiske avgjerder.

1 Innleiing

Sentralbankar skal vera med på å fremja økonomisk stabilitet. Det er vanleg å gjera dette gjennom måla om prisstabilitet og finansiell stabilitet. I eit pengepolitisk regime retta mot å nå låg og stabil inflasjon, er styringsrenta det viktigaste verkemidlet. Nivået på og endringar i styringsrenta verkar samstundes inn på finansiell stabilitet. I somme situasjonar kan det oppstå ein konflikt mellom dei to måla.

I kor stor grad bør ein vega omsynet til finansiell stabilitet mot omsynet til prisstabilitet i pengepolitiske avgjerder? Finansiell ustabilitet byggjer seg gjerne opp over lang tid, og det er betydelege vanskar knytt til å operasjonalisera og måla finansiell stabilitet. Utfordringane knytte til å modellera samspelet med pengepolitikken er endå større. Fleksibel inflasjonsstyring, der ein legg vekt både på variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetjing, er eit rammeverk der utsiktene for finansiell stabilitet kan få pengepolitiske konsekvensar i den grad dei verkar inn på framtidig inflasjon og produksjon.

Ekstern kommunikasjon og politikkgjerdar i fleire sentralbankar tyder på at omsynet til finansiell stabilitet får gjennomslag i praktisk pengepolitikk. I Noregs Bank er vurderingar av finansiell stabilitet ein del av førebuingane fram mot pengepolitiske avgjerder. Noregs Bank Finansiell stabilitet² deltek ved å samla og vurdere informasjon frå den finansielle sektoren og om den finansielle posisjonen til hushald og føretak. I tillegg vert det gitt eit særskilt råd om den pengepolitiske strategien i lys av utsiktene for finansiell stabilitet, der framskrivingar av makroøkonomiske variablar som er viktige for finansiell stabilitet, står sentralt i vurderingane.

Del 2 i artikkelen er ei drøfting av tilhøvet mellom prisstabilitet og finansiell stabilitet, og av konsekvensane dette har for utøving av pengepolitikk. I del 3 vert tre aspekt av innlemminga av finansiell stabilitet i pengepolitikken i Noregs Bank drøfta: den underliggende motivasjonen, dei konkrete bidraga og grunnlaget for vurderingane.

2 Bindeleddet mellom prisstabilitet og finansiell stabilitet

Både prisstabilitet og finansiell stabilitet er viktig for å oppnå makroøkonomisk stabilitet. Når inflasjonen er låg og stabil, gjer det aktørane i økonomien betre i stand til å skilja endringar i relative prisar frå endringar i det generelle prisnivået. Eit betra informasjonsgrunnlag for avgjerder om bruk av ressursar bidrar til stabilitet i kreditt- og verdipapirmarknader, og prisstabilitet bidrar såleis til finansiell stabilitet. På same måte er finansiell stabilitet ein føresetnad for makroøkonomisk stabilitet. Ustabilitet i det finansielle systemet kan føra til markerte svingingar i monetære variablar og i realøkonomien. Hoggarth m.fl. (2001) synleggjer at finansielle kriser ikkje berre har finansielle kostnader, men også kostnader i form av tapt produksjon. Eit velfungerande finansielt system er også med på å fremje makroøkonomisk stabilitet. Stadig djupare finansmarknader har truleg auka det finansielle systemet si evne til å ta negative forstyringar i økonomien opp i seg. White (2002) peikar på framveksten av eit stadig større mangfald av kredittkanalar. Nye instrument er betre eigna til å overføre ulike typar risiko til dei som best er i stand til å handtera desse. På

¹ Takk til Kristin Gulbrandsen, Kjersti-Gro Lindquist, Ingvild Svendsen, Thorvald Grung Moe, Tor Oddvar Berge, Dag Henning Jacobsen, Øistein Røisland og Morten Jonassen for nyttige kommentarar og framlegg.

² I Noregs Bank er arbeidet med prisstabilitet og finansiell stabilitet delt opp i to separate organisatoriske område: Noregs Bank Pengepolitikk (PPO) og Noregs Bank Finansiell stabilitet (FST).

institusjonssida er det ikkje berre bankar som formidlar kreditt, men også verdipapirmarknader, pensjonsfond, forsikringsselskap og kredittselskap som spesialiserer seg på prosjekt med høg risiko. White (2002) framhevar også at dei finansielle institusjonane har blitt flinkare til å måla risiko, og at det er blitt enklare og billigare å få tilgang til og å utveksle informasjon. Dette hjelper marknadene til å fungere betre i periodar prega av uro.

Sjølv om måla om prisstabilitet og finansiell stabilitet i mange situasjonar forsterkar kvarandre, er dette ikkje nokon garanti for finansiell stabilitet i periodar med prisstabilitet. Etter episodane med høg og ustabil inflasjon i 1970-åra har inflasjonen kome ned og blitt meir stabil i dei fleste land. Likevel har det vore fleire hendingar der det finansielle systemet har vore under press, med store svingingar i formuesprisar og gjeldsnivå. I dei mest alvorlege tilfella har dette utvikla seg til finansielle kriser.

Ei stor del av forklaringa på episodane med finansiell ustabilitet må knytast til problem i overgangsprosessen frå eit regulert regime til eit liberalisert finansielt system (sjå Allen og Gale, 1999).³ Den finansielle liberaliseringa kan jamvel ha vore med på å auke svingingane i det finansielle systemet, fordi dei innebygde medsykliske kreftene i finansmarknadene støyter på færre restriksjonar enn før (Borio m.fl. 2001). På den andre sida er auka volum og likviditet i systemet med på å skapa større stabilitet.

Den nylege, og relativt lange perioden med låg og stabil inflasjon har vist at sterk økonomisk vekst ikkje nødvendigvis gir seg utslag i høg inflasjon (sjå figur 1).

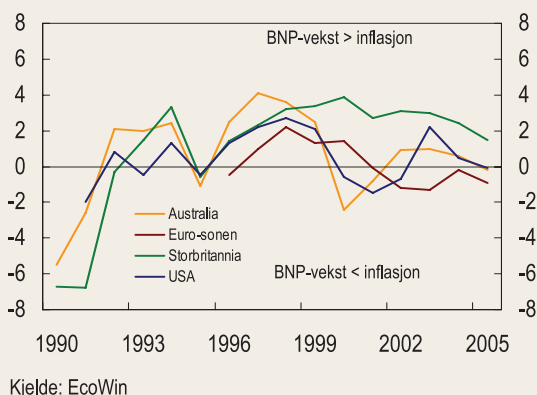
Dersom årsaka til den sterke veksten er ei positiv forstyring i tilbodssida i økonomien, til dømes i form av styrka internasjonal konkurranse eller produktivitet, held inflasjonen seg låg. I slike situasjonar kan det difor argumenterast for at pengepolitiske innstrammingar

ikkje er påkravd. Kombinasjonen av moderate renter og sterk økonomisk vekst kan då føra til eit oppsving i formues- og eigedomsprisar. Dette fører gjerne til ein auke i bankane sine utlån, fordi aktørane treng meir kapital for å kjøpa formuesobjekta. Det er ein risiko for at aktørane vert i overkant optimistiske i si vurdering av framtida. Fleire studiar har vist at synet på risiko tenderer til å vera avhengig av den noverande tilstanden i økonomien.⁴ Dersom aktørane systematisk overvurderer sannsynet for at økonomien skal halda fram med å veksa i same høge takt, kan det føra til at veksten i formuesprisar vert urimeleg høg i høve til dei fundamentale verdiane. Det nye gjeldsnivået kan då vera over det som er mogleg å halda oppe over tid for aktørane i økonomien. På eit tidspunkt, til dømes når veksten i økonomien etter kvart stagnerer, kan ubalansane koma til å verta avvikla på ein brå måte. Dersom dei har vore omfattande, kan effekten slå ut i det finansielle systemet og i realøkonomien, gjennom fall i panteverdiar og nedgang i gjeldsbeteningsevna til hushald og føretak⁵. Dette skjedde mellom anna i dei nordiske bankkrisene i Noreg, Sverige og Finland i overgangen mellom 1980-talet og 1990-talet.

Prisstabilitet sikrar altså ikkje finansiell stabilitet. Eit noko meir kontroversielt syn er at pengepolitikk retta mot låg og stabil inflasjon kan vera ei kilde til finansiell ustabilitet. Borio og Lowe (2002) tek utgangspunkt i eit tilfelle der pengepolitikken, retta mot låg og stabil inflasjon, nyt ei høg grad av truverde hos aktørane i økonomien. Aktørane legg låg inflasjon til grunn ved lønsoppgjer og prissetjing, sjølv i ein situasjon der økonomien er på veg mot full kapasitetsutnytting. Dette forseinkar prissignala i varemarknaden, noko som igjen forseinkar den pengepolitiske responsen på etterspurnadspresstet. Presset kan i staden koma til å visa seg i form av eit oppsving i formuesprisar og gjeldsnivå, variablar som ikkje vert påverka av inflasjonsforventningar, og som pengepolitikken ikkje responderer på. Når prissettet til slutt slår igjennom i varemarknaden, har dei finansielle ubalansane i mellomtida fått høve til å byggja seg opp.

Tilhøvet mellom prisstabilitet og finansiell stabilitet er vanlegvis godarta, men det kan skifta over tid. Dei som tek pengepolitiske avgjerder, kan derfor komma til å måtta vurdere å vega dei to måla opp mot kvarandre. Framveksten av stadig meir relevant litteratur om dette emnet i løpet av dei siste åra vitnar om ei aukande erkjenning av at slike dilemma kan oppstå. Bør ein vega omsynet til finansiell stabilitet mot omsynet til prisstabilitet i pengepolitiske avgjerder? Konklusjonane grunnlagt på teoretiske modellar varierer, men praksis i sentralbankar ser ut til å vera nokså samanfallande.

Figur 1 Skilnad mellom BNP-vekst og konsumprisvekst i nokre land. Årlege tal. 1990-2005



³ Til dømes var ei av dei utløyssande faktorane bak den norske bankkrisa at dereguleringa av kredittilgongen ikkje vart etterfølgt av ei avvikling av dei kunstig låge politisk styrte rentene. For ei drøfting av den norske bankkrisa, sjå Noregs Banks Skriftserie nr. 33 (2004).

⁴ Sjå til dømes Borio, Furfine og Lowe (2001).

⁵ Ein korreksjon av formuesprisar vil resultera i fall i panteverdiar, som igjen kan føra til redusert kredittilgong. Bordo og Jeanne (2002) viser at dette kan føra til uønska 'boom-bust' sykklar i investeringane, sjå også Kiyotaki og Moore (1997).

Utfordringa ved å ta omsyn til finansiell stabilitet i pengepolitikken

Finansiell stabilitet er viktig i utøvinga av pengepolitikken. Som diskutert over, verkar tilstanden til det finansielle systemet direkte inn på dei økonomiske måla som sentralbanken prøver å oppnå. I tillegg har finansiell stabilitet ei meir konkret rolle i pengepolitikken. Eit velfungerande finansielt system legg til rette for at endringar i sentralbanken si styringsrente slår gjennom i pengemarknadsrentene. Det er desse rentene som til sist påverkar dei pengepolitiske måla til sentralbanken, gjennom verknaden rentene har på konsum og investeringar.

For å kunne ta eksplisitt omsyn til finansiell stabilitet i pengepolitikken, er det nødvendig med ei klar forståing av kva finansiell stabilitet er. Omgrepet er komplisert og vanskeleg å operasjonalisera⁶, og forskingsfeltet er ennå i ein tidlig fase. Utviklinga i finansiell stabilitet kan ikkje summerast i eit enkelt kvalitativt mål (sjå Houben m.fl., 2004). Tilstanden i finansielle institusjonar, marknader og infrastruktur er avgjerande, men korleis ein skal inkludera og vega elementa inn i høvelege mellomliggjande mål er likevel ikkje innlysande. Vidare må ein også ha ei oppfatning om korleis finansiell stabilitet vert påverka av faktorar både innanfor og utanfor det finansielle systemet, og om kva som skal til for at finansiell stabilitet er trua.

Ei vanleg tilnærming til omgrepet finansiell stabilitet er fråver av ubalansar i finansielle marknader (Foot, 2003). Ein pågåande debatt dreier seg om kor vidt sentralbankar bør reagere etter eit prinsipp om å vera *føre var*; ved å stramma inn pengepolitikken for å dempa framveksten av ubalansar i det finansielle systemet. Det er mange utfordringar ved ei slik tilnærming (sjå til dømes Bernanke og Gertler, 2001). Identifisering av ubalansar krev at ein avdekkjer dei underliggjande årsakene bak prisutviklinga på formuesobjekt, noko som er vanskeleg. Tilhøvet mellom sterke oppsving i formuesprisar og gjeldsnivå og periodar med finansiell ustabilitet varierer over tid. Eit pengepolitisk inngrep vil ikkje nødvendigvis vera i stand til å dempe ubalansane, og presisjonen kan vera svak. Ei for kraftig innstramming kan føra til at pengepolitikken skaper ustabilitet andre stader i økonomien. Dersom sentralbankar har ein uttalt strategi om å svara på ubalansar, kan dette også verka negativt inn på åtferda hos aktørane i økonomien, ved at dei kan redusera vurderinga si av framtidig risiko. I slike tilfelle kan den pengepolitiske strategien skapa ubalansar i staden for å hindra dei.

Nickell (2005) illustrerer desse vanskaner ved å ta utgangspunkt i den sterke oppgangen i bustadprisane i Storbritannia i 2002. I analysen sin finn han at ein opp-

gang i renta på om lag tre prosentpoeng over tre år ville vore nødvendig for å dempa oppgangen i bustadprisane. Berekningane hans viser at ein slik pengepolitikk ville ført til ein nedgang i BNP-veksten på 1/2 prosent i 2003. I tillegg hevdar Nickell at det, både i realtid og i ettertid, er vanskeleg å vurdere om oppgangen faktisk representerte ein ubalanse.

Vanskane knytte til identifisering og implementering kan vera eit argument for at pengepolitikk utelukkande bør nyttast som eit reaktivt verkemiddel for å lindra effektane av ei finansiell krise, ikkje som eit proaktivt verkemiddel for å hindra finansielle ubalansar (sjå Greenspan, 2002). Dei som likevel er tilhengjarar av ei føre var-haldning til finansielle ubalansar, erkjenner dei ovannemnde problema, men ser på kostnadene knytt til ikkje å reagere som for store til å sjåast vekk frå. Borio og Lowe (2004) minner om at det også er alvorlege måle- og identifikasjonsproblem knytt til andre mål, som til dømes produksjonsgapet⁷ – eit sentralt mål i pengepolitiske analysar. Utfordringane ved å identifisera og måla finansielle ubalansar bør difor overvinnast. Gruen m. fl. (2003) hevdar at tre faktorar er avgjerande for om det er ønskjeleg å reagere etter føre var-prinsippet. Sannsynet for at ubalansane vert avvikla av seg sjølv bør vera låg, effektivitetstapet knytt til bobla bør vera høgt, og den venta effekten av pengepolitikk på bobla bør vera betydeleg.

Det aktivistiske synet har ofte blitt referert til som «å lena seg mot vinden»⁸, og går ut på at ein bør heva styringsrenta i situasjonar der finansielle ubalansar er i kjømda, for å redusera risikoen for framtidig økonomisk ustabilitet, med dei kostnadene det vil innebera. Dette kan samanliknast med å teikna forsikring, der forsikringspremien er kostnaden av mulig lågare økonomisk vekst i ein periode (Bordo og Jeanne, 2002).

Mange land har valt eit eksplisitt inflasjonsmål i pengepolitikken. I tillegg til stabilisering av inflasjonen er det vanleg å inkludera eit omsyn til kortsiktig stabilisering av realøkonomien, kjent som fleksibel inflasjonsstyring.⁹ Bean (2003) argumenterer for at eit fleksibelt inflasjonsmål vil vera tilstrekkeleg for å inkorporera omsynet til finansiell stabilitet i pengepolitiske avgjerder. Ei finansiell krise, eller ei markert avviking av finansielle ubalansar, kan verka negativt inn på framtidig inflasjon og produksjon. Sentralbankar bør derfor ta sannsynet for slike hendingar inn i dei makroøkonomiske prognosane sine og reagere deretter. Utsiktene for finansiell stabilitet får pengepolitiske konsekvensar i den grad dei har konsekvensar for framtidig inflasjon og produksjon. Å ha finansiell stabilitet som eit eige omsyn i pengepolitikken er difor ikkje nødvendig. Fleksibel inflasjonsstyring sikrar i tillegg at aktørane i økonomien ikkje vil bli belasta med høge renter samstundes som

⁶ For ein diskusjon om ulike måtar å definera finansiell stabilitet på, sjå til dømes Shinasi (2004).

⁷ Produksjonsgapet kan til dømes definierast som skilnaden mellom faktisk produksjon og produksjonskapasiteten i ein økonomi, og vert då nytta som eit mål på presset i økonomien.

⁸ Trichet (2005) skildrar «å lena seg mot vinden» som å auke rentene over det nivået som er påkravd for å oppretthalda prisstabilitet over kort og mellomlang sikt, når ein identifiserer et potensielt skadeleg oppsving i formuesprisar.

⁹ For ei skildring av fleksibel inflasjonsstyring, sjå til dømes Svensson (2003).

arbeidsløysa er høg og etterspurnaden i økonomien låg. Kritikarar har argumentert for at det tek tid å byggja opp finansielle ubalansar, og at fleksibel inflasjonsstyring difor burde gje rom for ein lengre tidshorisont i vurderingane av utsiktene for inflasjon og produksjon. Større merksemd om fordelinga av risikoen rundt framtidsforventningane er også blitt etterlyst (sjå Borio, 2005).

Kostnadene knytte til finansiell ustabilitet treng ikkje utelukkande vera knytte til verknader på prisar og produksjon. Til dømes kan strukturelle kostnader oppstå som eit resultat av dårlege avgjerder gjort av aktørar med feil informasjonsgrunnlag. Det kan argumenterast for at fleksibel inflasjonsstyring, der det berre er kostnader av ubalansar på framtidig inflasjon eller produksjon som er i fokus, difor ikkje sikrar eit tilstrekkeleg omsyn til finansiell stabilitet.¹⁰ Ei slik haldning impliserer at finansiell stabilitet bør inngå som eit uavhengig mål i pengepolitikken. I tillegg til dei operasjonelle utfordringane ved eit slikt pengepolitisk regime, kan ein argumentera for at aktørane vanskeleg vil kunna gjennomskoda den pengepolitiske strategien for å danna seg stabile forventningar om framferda til sentralbanken når omsynet til fleire ulike mål skal vegast mot kvarandre.

Internasjonal praksis i sentralbankar signaliserer aukande forståing av og omsyn til finansiell stabilitet i pengepolitikken¹¹. I situasjonar der det finansielle systemet er under press ser det ut til å vera semje om at pengepolitikk bør brukast for å støtte opp under finansiell stabilitet (Gjedrem 2005). Også når det gjeld spørsmålet om å reagere på langsiktige ubalansar, varslar kommunikasjon og praksis i sentralbankar om eit liknande syn, om enn med ulike grunnleggjeringar. Sentralbanksjef, dåverande medlem av den pengepolitiske komiteen, Ben Bernanke i The U.S. Federal Reserve, stilte seg i ein tale i 2002 positiv til å leggja vekt på finansielle balansar i utøving av pengepolitikk, i den grad dei verkar inn på inflasjonen. Sentralbanksjef Jean-Claude Trichet i ECB uttalte i ein tale i juni 2005 at å tillate kortsiktige avvik frå prisstabilitet på grunn av finansielle ubalansar i nokre høve kan vera optimal pengepolitikk, dersom dette betre sikrar prisstabilitet i det lange løp (Trichet, 2005).

BIS sin årlege rapport (2005) peikar på at både Bank of England og The Reserve Bank of Australia i sine forklaringar bak renteoppgangen i 2005 har antyda at uro for høg vekst i bustadprisar og gjeld, saman med sterk etterspurnadsvekst, har spelt ei rolle. På same grunnlag har Sveriges riksbank ikkje sett ned si styringsrente så mykje som kunne vore venta, gitt at inflasjonen har vore under målet.

Omsynet til finansiell stabilitet ser altså ut til å få gjennomslag i praktisk pengepolitikk, men korleis handterer sentralbankar dette temaet i praksis? Det neste kapitlet tar for seg tre aspekt ved innlemminga av finansiell stabilitet i Noregs Bank: motivasjonen bak, dei konkrete bidraga og grunnlaget for vurderingane.

3 Finansiell stabilitet og pengepolitikk i Noregs Bank

Noregs Bank sin pengepolitikk er retta inn mot å nå låg og stabil inflasjon. Inflasjonsstyringa skal vera fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting vert tillagt vekt. Det er hovudstyret som fastset styringsrenta. Hovudstyret er sett saman av fem medlemmar med sitt daglege virke utanfor Noregs Bank, i tillegg til sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen. Tre gonger i året fastset hovudstyret ein strategi for gjennomføringa av pengepolitikken dei neste fire månadene. Avgjerder om styringsrenta vert normalt fatta i hovudstyret sine rentemøte kvar sjette veke. Noregs Bank Pengepolitikk har ei sentral rolle i førebuingane til rentemøta og strategidiskusjonane. Arbeidet omfattar mellom anna framskrivingar av økonomiske variablar i norsk økonomi og pengepolitiske analysar. Noregs Bank Finansiell stabilitet (FST) tek også del i førebuingane gjennom å bidra med informasjon, vurderingar, framskrivingar og råd. Denne rolla er hovudtema nedanfor.

Motivasjon

I arbeidet med finansiell stabilitet overvakar Noregs Bank finansinstitusjonane og verdipapirmarknadene for å avdekke utviklingstrekk som kan svekkja stabiliteten i det finansielle systemet. Vurderingane vert publiserte i rapporten *Finansiell stabilitet* to gonger i året. Vurderingar av finansiell stabilitet inngår også som ein del av førebuingane til rentemøta. Sentralbanksjef Svein Gjedrem utdjupa den underliggande motivasjonen for dette i ein tale i mai 2005 (Gjedrem, 2005). Han peika på tre tilhøve:

- Pengepolitikken bør retta tilstrekkeleg merksemd mot potensielle risikofaktorar knytte til finansiell stabilitet.
- I arbeidet med pengepolitikken bør ein ta omsyn til all tilgjengeleg informasjon som kan verka inn på framtidig inflasjon og produksjon i pengepolitikken. Eit av dei seks kriteria for å evaluera den pengepolitiske strategien reflekterer eit aspekt ved dette: «*Rente-settingen må også ses i lys av utviklingen i eiendomspriser og kreditt. Store svingninger i disse størrelsene kan i sin tur gi en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lenger sikt.*»¹²
- Strukturell og empirisk informasjon om sentrale einingar i analysar av finansiell stabilitet, slik som finansielle marknader, formuesprisar, finansinstitusjonar og gjeldsbeteningssevna til hushald og føretak, gir ekstra informasjon og auka kunnskap om utviklinga i norsk økonomi.¹³

Dei konkrete bidraga

FST bidrar i førebuingane til pengepolitiske avgjerder ved å henta inn, sortera og vurdere informasjon knytt til finansiell stabilitet. Informasjonen inngår i dei heilskap-

¹⁰ Sjå til dømes drøfting i Norges Bank Watch 2005.

¹¹ For ein diskusjon av dette, sjå Gjedrem (2005).

¹² Inflasjonsrapport 3/2005.

lege vurderingane av konjunktursituasjonen og framtidsutsiktene som vert presenterte i inflasjonsrapporten. FST gir også eit særskilt råd til sentralbanksjefen om den pengepolitiske strategien i lys av utsiktene for finansiell stabilitet. Rådet er knytt til ei evaluering av utsiktene for oppbygging av finansielle ubalansar på lang sikt. Dette vert i hovudsak analysert ved hjelp av framskrivingar av makroøkonomiske variablar som er av særskilt interesse for finansiell stabilitet.

I samband med rentemøta kvar sjette veke gir FST eit råd til sentralbanksjefen om kva renteavgjerd som best vil ivareta omsynet til finansiell stabilitet. I dette rådet ligg ikkje ei avveging mellom omsynet til finansiell stabilitet og omsynet til å nå inflasjonsmålet. Det skriftlege innspellet inneheld kortsiktige vurderingar av utsiktene for akutte likviditets- og soliditetsproblem i finansiell sektor. I tillegg vert risikoen for oppbygging av finansielle utbalansar som kan svekka finansiell stabilitet over tid, drøfta. Denne drøftinga er nært knytt opp til analysane i innspela til pengepolitisk strategi og inflasjonsrapporten.

Vurderingane

I arbeidet med innspel til pengepolitikken kan ein trekja på eit stort spekter av data og analytiske verktøy. Bankar, hushald, føretak, finansielle marknader og formuesprisar er alle viktige faktorar i evalueringa av finansiell stabilitet. Særleg vert situasjonen i hushalda og føretaka grundig analysert både frå eit makroperspektiv og eit mikroperspektiv, fordi dette verkar inn på bankane sin kredittrisiko. Kunnskapen utgjer viktig informasjon i den pengepolitiske prosessen.

Makroanalysar

Makroanalysar, med fokus på hushald, føretak og finansielle institusjonar som ei gruppe, står sentralt i FST sine innspel i prosessen fram mot pengepolitiske avgjerder. Analysane tek i stor grad utgangspunkt i makroøkonomiske likningar som er estimerte for variablar som er indikatorar på tilstanden i desse sektorane.

Konkursutviklinga er ein viktig indikator på føretaka si gjeldsbeteningsevne. Jacobsen og Kloster (2005) har modellert ei likning for konkursutviklinga der realrenta, realvalutakurs, utanlandsk og innanlandsk aktivitetsnivå, reelle produksjonskostnader og næringseigedomprisar går inn som forklaringsfaktorar. I ein liten, open økonomi som den norske er den internasjonale konkurransevna til føretaka særleg viktig.

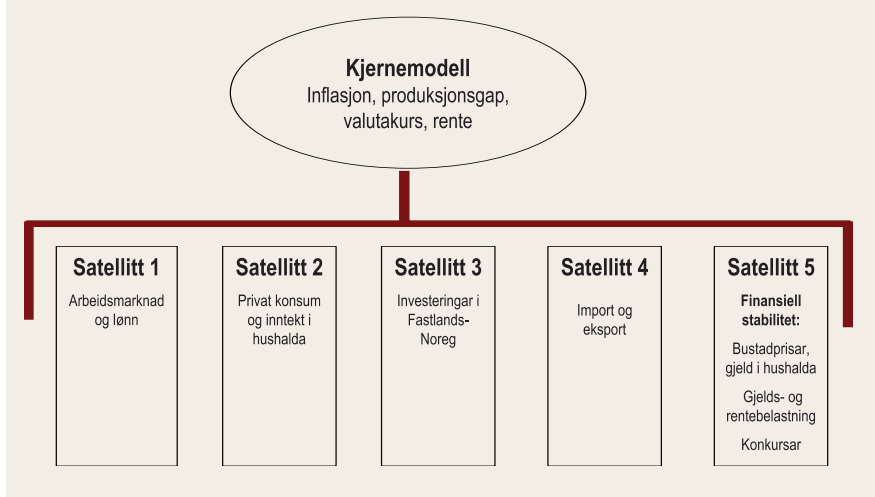
Den empiriske analysen stadfestar at utviklinga i kronekurs og innanlandske produksjonskostnader relativt til utanlandske, kan verke betydeleg inn på talet på konkursar, og dermed også på finansiell stabilitet.

Historisk har bankane sitt utlånstap på lån til hushald vore relativt lågt i høve til tapa på lån til føretakssektoren, og kredittrisikoen på lån til føretak er difor større enn på lån til hushald. Situasjonen i hushaldssektoren er likevel sentral av to årsaker. For det første går ein aukande del av bankane sine utlån til hushald. Den potensielle påverknaden frå hushaldssektoren på det finansielle systemet har difor auka. For det andre vil ei markert negativ utvikling i hushaldssektoren føra til at føretaka opplever ein svikt i etterspurnaden. Ein slik indirekte effekt kan ha betydelege konsekvensar for samla kredittrisiko i bankane. Sentralt i analysane av hushaldssektoren står dei estimerte makroøkonomiske likningane for utviklinga i bustadprisar og gjeld i hushalda (Jacobsen og Naug, 2004, 2005). Rente, byggeoppstart av nye bustadar, arbeidsløyse og hushalda si inntekt er dei viktigaste forklaringsfaktorene bak bustadprisutviklinga, som igjen er den viktigaste forklaringsfaktoren for utviklinga i hushalda si gjeld. Ei endring i bustadprisane har ein sterk og langvarig effekt på hushalda si gjeld, fordi det tek tid før alle bustadane er omsett til det nye prisnivået. Andre forklaringsvariablar for hushalda si gjeld er bustadbeholdning, rente, arbeidsløyse, omsetnad i bustadmarknaden og lønsinntekt.

FST har knytt sine økonometriske makrolikningar til Noregs Bank sitt system for framskrivingar og politikk-analyse (FPAS)¹⁴. Dei inngår i den såkalla satellitten for finansiell stabilitet, som framleis er under utvikling og som er knytt til kjernemodellen og andre satellittar i systemet (sjå figur 2).

FPAS gjer oss i stand til å analysa utviklinga i realøkonomien og det finansielle systemet innafor eit felles

Figur 2 Systemet for framskrivingar og politikkanalyse



¹³ Utsiktene for finansiell stabilitet vert rapportert to gonger i året i rapporten om Finansiell stabilitet, ein rapport som er blitt publisert sidan 1997.

¹⁴ For ei utdjuping om FPAS-systemet, sjå Qvigstad (2005).

rammeverk, med internt konsistente banar for sentrale økonomiske variablar. Systemet kan også nyttast for å analysa alternative risikoscenario for den makroøkonomiske utviklinga. Felles database og infrastruktur forenkla samarbeidet. Systemet inkluderer ikkje eksplisitte kanalar for tilbakeverknader frå variablane i finansiell stabilitet-satellitten til kjernemodellen eller andre satellittar.¹⁵ Resultata frå modellkøyringar i satellitten for finansiell stabilitet vert likevel nytta som innspel i dei kvalitative analysane av hushalda og føretaka, og kan slik få tilbakeverknad på makroøkonomiske anslag.

Figur 3 viser framskrivingane for pengemarknadsrente og produksjonsgap gjennom prognoseperioden i Inflasjonsrapport 3/05. Figur 4 viser framskrivingane av utviklinga i bustadprisar og hushalda si gjeld, som byggjer på dei anslaga for renta og andre makroøkonomiske variablar som er lagt til grunn i rapporten. Ein gradvis renteoppgang bidrar til at veksten i bustadprisane etter kvart vert dempa og gjeldsveksten vert lågare. Det er viktig å ha på minnet at modellar er usikre, og at anslaga må tolkast med varsemd.

I FST sitt innspel til den pengepolitiske strategien vert makroanalysane nytta som eit vurderingsgrunnlag for utsiktene for hushalda og føretaka si finansielle stilling. Ei utvikling som styrkjer den finansielle stillinga, vil redusera bankane sin kredittrisiko, og dermed styrkja utsiktene for finansiell stabilitet. For å belysa og vurdere kva for pengepolitikk som best tek vare på omsynet til finansiell stabilitet, vert konsekvensane av ulike rentebanar analyserte. Omsynet til hushald og føretak kan vera motstridande, noko utviklinga i norsk økonomi dei seinare åra illustrerer. Noreg har vore gjennom ein periode med sterk vekst i bustadprisar og gjeldsvekst i hushalda. Ein renteoppgang vil kunne dempa denne veksten, og dermed redusera faren for ei meir ustabil økonomisk utvikling på sikt. Dette vil bidra positivt til

finansiell stabilitet. På den andre sida vil ein renteoppgang kunne føra til ei styrking av krona, og dermed auke talet på konkursar i føretakssektoren. Dette vil bidra negativt til finansiell stabilitet. I FST sitt råd om pengepolitisk strategi må desse to omsyna difor vegast mot kvarandre, og FPAS-systemet er eit verktøy som skal hjelpe til med dette.

Mikroanalysar

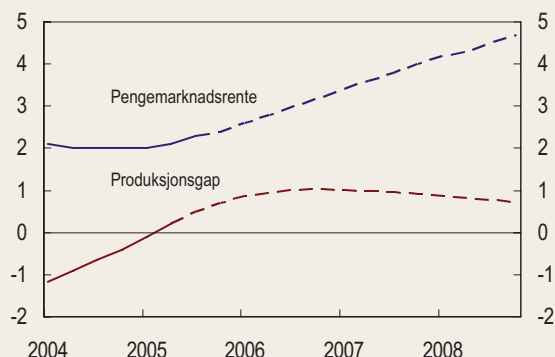
Mikroanalysar fokuserer på individuelle hushald, føretak og finansielle institusjonar.

Norske mikrodata på desse områda er av høg kvalitet og relativt lett tilgjengelege, og er eit verdfullt grunnlag for den makroøkonomiske overvakinga og modellbygginga i Noregs Bank.

Mikrodata for hushald er baserte på inntekts- og formuesundersøkinga frå Statistisk sentralbyrå. Frå denne undersøkinga får ein informasjon om den finansielle stillinga til eit representativt utval av hushald; i førre undersøking (2003) omfatta dette 17 000 hushald. Frå dette materialet kan ein få avdekka kor mange hushald som har høg gjeldsbelastning, og kor stor del av den samla gjelda desse hushalda sit med. Me kan også finne ut korleis finansformuen er fordelt, og kor mange hushald med mykje gjeld som har små finansielle bufferar. Analysane kartlegg kor sårbare hushalda er i høve til uventa negative økonomiske forstyringar.

I føretakssektoren er mikroanalysane baserte på rekne-skapstal for alle norske aksjeselskap; i 2004 var dette 125 000 føretak. Ein kan difor gjera detaljerte analysar av utviklinga i lønnsemd og soliditet til ulike føretak og næringar. Det er også blitt utvikla ein konkursprediksjonsmodell som er estimert på slike mikrodata.¹⁶ Modellen gir anslag på sannsynet for konkurs i individuelle aksjeføretak i løpet av dei neste tre rekneskapsåra. Sannsynet er ein funksjon av alder, storleik, industri-

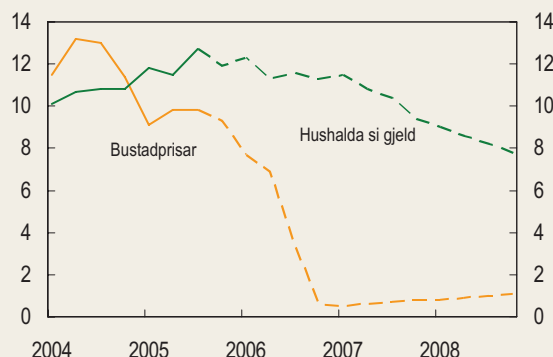
Figur 3 Pengemarknadsrenta og produksjonsgap i Inflasjonsrapport 3/05. 2004 – 2008¹



¹ Framskrivingar frå 2005

Kjelde: Norges Bank

Figur 4 Vekst i bustadprisar og hushalda si gjeld i Inflasjonsrapport 3/05. 2003 – 2008¹



¹ Framskrivingar frå 2005

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

¹⁵ FST nyttar i tillegg ein liten estimert aggregert modell for å fanga opp tilbakeverknader frå finanssektoren til resten av økonomien. Når ulike pengepolitiske strategiar skal vurderast i lys av utsiktene for finansiell stabilitet, kan slike tilbakeverknader vera viktige.

¹⁶ For ein presentasjon av SEBRA-modellen, sjå Eklund m. fl. (2001).

karakteristika og rekneskapsvariablar som representerer selskapa si inntening, likviditet og finansielle styrke.¹⁷ Ved å samla dei individuelle sannsyna for konkurs oppnår ein eit mål på den konkursrisikoen føretakssektoren samla står overfor. Ved vidare å multiplisera gjelda til individuelle føretak med det tilsvarende sannsynet for konkurs kan ein få ein anslagsverdi på risikovekta gjeld for bankane. Dette kan vera ein indikator på utsiktene til tap for bankane på lån til føretak.¹⁸

Mikrodata for hushald og føretak vert nytta for å fylla ut og nyansera det biletet makroanalysane gir. Dersom ei gruppe av hushald har størstedelen av gjelda, medan den andre gruppa har størstedelen av formuen, kan dette vera risikomoment for finansiell stabilitet, sjølv om situasjonen på gjennomsnittet ser tilfredsstillande ut. Mikrodata vert berre oppdaterte ein gong i året, og vert i hovudsak formidla når nye data føreligg. Konklusjonane av analysane er likevel gjennomgåande ein del av vurderingane som vert gitt i renteråda frå FST.

Finansmarknadene

I innspela til pengepolitisk strategi bidrar vurderingane av finansmarknaden til å fylla ut vurderingane av det økonomiske risikobiletet framover i tid. Det er ønskeleg at kursane i finansmarknadene speglar den fundamentale verdien på det underliggande objektet. Det vil redusera faren for brå og store kursendringar. Slike endringar vil verka inn på verdien av dei finansielle reservane i finansielle institusjonar. Ei brå kursendring i aksjemarknaden vil også ha effekt på innteninga i dei børsnoterte selskapa og på hushald, og dermed verka inn på bankane sin kredittrisiko. Slike forstyrningar kan dermed trua den finansielle stabiliteten.

Finansmarknadene er sær volatile og vanskelege å modellera. Likevel kan ulike indikatorar vera til hjelp med å avdekkje verdsetjing og drivkrefter i marknadene.¹⁹ Tilhøvet mellom aksjeprisar og forventta inntening (P/E-tilhøvet) er ein slik indikator. Ein oppgang i aksjeprisane kan reflektera ei tilsvarende oppjustering i forventningar om framtidig inntening i selskapa, slik at P/E-tilhøvet er uendra. Dersom P/E-tilhøvet stig, kan dette skuldast lågare risikopremie. Sterke oppsving i finansmarknaden som kjem som ei følgje av at investorane undervurderer framtidsrisikoen, kan gje grunn til uro. Graden av utryggleik knytt til framtidig prisutvikling kan målast med indikatorar for implisitt volatilitet.

I innspela til pengepolitisk strategi vert eit breitt sett av verdsettingsindikatorar for finansmarknaden drøfta, for å kartlegga potensialet for store kursendringar i verdipapirmarknadene som kan vera opphav til økonomisk ustabilitet. I tillegg vert marknadsaktørane sine forventningar til den framtidige økonomiske utviklinga drøfta. Det vert særleg fokusert på aksjemarknadene og kva innteningsvekst og kva risikopremiar som er prisa inn i kursane.

Samla vurdering

Vurderingane av finansielle institusjonar, føretak og hushald, og utviklinga i finansmarknadene, vert sette saman for å oppnå eit kvalitativt heilskapsbilete av utsiktene for finansiell stabilitet. Dette biletet vert grundig dokumentert i rapporten *Finansiell stabilitet*. Det vert også gitt eit råd om kva renteutvikling som best vil ivareta omsynet til finansiell stabilitet framover. Gjennom dei etablerte kanalane vert innsikta og rådet ein del av det pengepolitiske avgjerdsgrunnlaget, noko som sikrar fokus på omsynet til finansiell stabilitet i pengepolitikken. I tillegg gir mikro- og makrokunnskap om det finansielle systemet og den finansielle posisjonen til hushald og føretak ekstra informasjon og auka kunnskap om utviklinga i norsk økonomi.

Hovudstyret får ei samla tilråding om den pengepolitiske strategien og renteavgjerda. I tilrådinga vert også utsiktene for finansiell stabilitet vurdert. Avvegingane og vurderingane som vert gjort i hovudstyret, går fram av omtalen av den pengepolitiske strategien og av pressemeldingane i samband med renteavgjerdene. I drøftinga av bakgrunnen for den pengepolitiske strategien som vart vedteke 2. november 2005, heiter det mellom anna at «Hensynet til finansiell stabilitet tilsier at renten bør bringes opp mot et mer normalt nivå.» Etter ei heilskapsvurdering av dei økonomiske utsiktene konkluderer hovudstyret med at «Renten kan gradvis – i små og ikke hyppige skritt – bringes tilbake mot et mer normalt nivå.(...). Forløpet for renten som skisseres i denne rapporten, vil gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp til målet og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting, betinget av den informasjonen Norges Bank nå har».

4 Konklusjon

Finansiell stabilitet og samspelet mellom finansiell stabilitet og pengepolitikk er relativt nye forskingsfelt som er i stadig utvikling. Det er ikkje noko enkelt svar på spørsmålet om kor mykje vekt sentralbanken bør leggja på omsynet til finansiell stabilitet i pengepolitikken. Det ser likevel ut til, både gjennom kommunikasjon og pengepolitiske avgjerder i sentralbankar, at finansiell stabilitet er i ferd med å få ei meir tydelig rolle i pengepolitikken. Dette har samband med kunnskapen om at finansiell stabilitet har konsekvensar for den framtidige utviklinga i inflasjon og produksjon. I Noreg vert vurderingar av finansiell stabilitet innarbeidd i den pengepolitiske rådgjevingssprosessen, ved at Noregs Bank Finansiell stabilitet bidrar med informasjon, anslag og råd i den førebuande prosessen opp mot pengepolitiske avgjerder.

¹⁷ Syversten (2004) samanliknar prediksjonsevna til SEBRA-modellen med prediksjonsevna til Moody sin KMV Private Firm modell for Noreg. Han konkluderer med at presisjonen til SEBRA er like god, eller noko betre enn presisjonen til KMV-modellen.

¹⁸ Resultatet må tolkast i lys av at bankane mest sannsynleg får innfridd delar av lånet ved ein eventuell konkurs, slik at tapa vil vera mindre enn det risikovekta gjeld indikerer.

¹⁹ For ei problematisering rundt bruken av finansmarknadsindikatorar, sjå til dømes utdyping i ECB sin Financial Stability Review, desember 2005. «Measurement challenges in assessing financial stability».

Referansar

- Allen, Franklin og Douglas Gale (1999): «Bubbles, crises and policy». *Oxford Review of Economic Policy* nr. 15(3), s. 9–18
- Bean, Charles (2003): «Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?». *BIS Working Paper* nr. 140
- Bernanke, Ben (2002). «Asset price “bubbles” and monetary policy» Remarks before the New York Chapter of the National Association of Business Economics, New York, 15 October
- Bernanke, Ben og Mark Gertler (2001): «Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?», *American Economic Review* nr. 91, mai, s. 253–57
- BIS (2005): *75th Annual Report*. Bank for International Settlements
- Bordo, Michael og Olivier Jeanne (2002): «Monetary Policy and Asset Prices: Does “Benign Neglect” make sense?». *IMF Working Paper* nr. 2/225
- Borio, Claudio (2005): «Monetary and financial stability: so close and yet so far?». *National Institute Economic Review* nr. 192, april, s. 84–101
- Borio, Claudio og Phillip Lowe (2002): «Asset prices, financial stability and monetary stability: exploring the nexus». *BIS Working Paper* nr. 114
- Borio, Claudio og Phillip Lowe (2004): «Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?» *BIS Working Paper* nr. 157
- Borio, Claudio, Craig Furfine, og Philip Lowe (2001): «Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options». I *Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Paper nr. 1, s.1–57
- Eklund, Trond, Kai Larsen og Eivind Bernhardsen (2001): «Modell for analyse av kredittrisiko i foretaks-sektoren». *Penger og Kreditt* 2/01, Noregs Bank
- Foot, Michael (2003): «Protecting Financial Stability – How good are we at it?». Tale ved University of Birmingham, 6. juni. <<http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/2003/sp133.shtml>>
- Gjedrem, Svein (2004): «The macro-prudential approach to financial stability». *Economic Bulletin* 2/05, Noregs Bank
- Greenspan, Alan (2005): «Economic Volatility». Tale på eit symposium i Jackson Hole, Wyoming, 30. august 2002. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020830/default.htm>>
- Gruen David, Michael Plumb og Andrew Stone (2003): «How Should Monetary Policy Respond to Asset-price Bubbles?». *Research Discussion Paper* 2003–11, Reserve Bank of Australia
- Hoggarth, Glenn, Ricardo Reis og Victoria Saporta (2001): «Cost of banking system instability: some empirical evidence». *Bank of England Financial Stability Review*, Issue 10, Article 5, juni
- Houben, Aerd, Jan Kakes og Garry Schinasi (2004): «Toward a framework for Safeguarding Financial Stability». *IMF Working Paper* nr. 101
- Jacobsen, Dag Henning og Bjørn Naug (2004): «Hva påvirker gjeldsveksten i husholdningene?» *Penger og Kreditt* 2/04. Noregs Bank
- Jacobsen, Dag Henning og Bjørn Naug (2005): «Hva driver boligprisene?» *Penger og Kreditt* 4/04. Noregs Bank
- Jacobsen, Dag Henning og Thea Birkeland Kloster (2005): «Hva påvirker kursutviklingen?» *Penger og Kreditt* 3/05. Noregs Bank
- Kiyotaki, Nobuhiro og John Hardman Moore (1997): «Credit cycles». *Journal of Political Economy* nr. 105, s. 211–48
- Moe, Thorvald, Jon Solheim og Bent Vale, red (2004): «The Norwegian Banking Crisis». *Norges Banks skriftserie* No. 33
- Nickell, Stephen (2005): «Practical Issues in UK Monetary Policy, 2000–2005». Tale den 20. september 2005 ved the British Academy Keynes Lecture. <http://www.britac.ac.uk/pubs/src/_pdf/nickell.pdf>
- Noregs Bank (2005): *Inflasjonsrapport 3/05 med pengepolitiske vurderinger*
- Norges Bank Watch (2005): An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway. *Norges Bank Watch Report Series* No. 6. Centre for Monetary Economics. BI Norwegian School of Management
- Qvigstad, Jan F. (2005a): «Policy-making and models at Norges Bank». *Norges Bank Staff Memo* 2005/5
- Schinasi, Garry J. (2004): «Defining Financial Stability». *IMF Working Paper* nr.187
- Svensson, Lars E. O. (2002): «Monetary Policy and Real Stabilization». I *Rethinking Stabilization Policy, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming*, 29–31. august 2002, s. 261–312
- Syversten, Bjørne Dyre H (2004): «Hvor godt treffer kredittrisikomodeller for norske foretak?» *Penger og Kreditt* 3/04, Noregs Bank
- Trichet, Jean-Claude (2005). «Asset price bubbles and monetary policy». Tale ved the Mas lecture, 8. juni 2005, Singapore. <<http://www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050608.en.html>>
- White, William (2002): «Financial markets: shock absorbers or shock creators?». Tale ved the Fourth Geneva Conference on the World Economy, 10. mai 2002 <<http://www.bis.org/speeches/sp020510.htm>>

Etterprøving av Norges Banks anslag for 2005

Erik Remy Åserud, konsulent, Økonomisk avdeling i Norges Bank¹

I 2005 ble veksten i konsumprisene justert for avgifter og uten energivarer, KPI-JAE, klart lavere enn anslått i 2004. Avviket mellom anslagene og den faktiske utviklingen reflekterte i hovedsak at kronekursen ble sterkere og lønnsveksten lavere enn tidligere lagt til grunn. Etter overraskende lav prisvekst i begynnelsen av året, har anslagene gitt gjennom 2005 truffet den faktiske prisutviklingen ganske godt. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi, målt ved anslaget på produksjonsgapet, ble noe lavere enn tidligere anslått, men avviket er lite i forhold til den store usikkerheten rundt dette anslaget.

1 Innledning

I denne artikkelen etterprøves anslagene for den økonomiske utviklingen i 2005 som ble gitt i den første inflasjonsrapporten i 2004 og framover. Vi ser først på utviklingen i produksjon og inflasjon gjennom 2005. Deretter blir avvikene mellom anslagene og den faktiske utviklingen analysert nærmere. Til slutt blir våre anslag sammenlignet med anslag fra andre institusjoner, både for 2005 og i et litt lengre perspektiv.

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 virker med et tids- etterslep og må således være 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.

Det er viktig å se tilbake på tidligere anslag for å videreutvikle analyse- og anslagsarbeidet. Dette gjelder uansett om anslagene i ettertid viser seg å være gode eller dårlige. Dersom anslagene ikke treffer den faktiske utviklingen, betyr ikke det nødvendigvis at analysen bak anslagene var feil. Motsatt kan anslag treffe godt av tilfældige årsaker, men bygge på en analyse som viste seg å være mindre god.

I etterprøvingen av anslagene kan det være hensiktsmessig å skille mellom ulike årsaker til anslagsfeil:

Usikkerhet om nåsituasjonen

Det er knyttet betydelig usikkerhet til den faktiske tilstanden i økonomien på det tidspunktet anslagene blir utarbeidet. Slik usikkerhet skyldes dels at det tar noe tid før statistikken blir publisert, og dels at statistikken ofte blir betydelig revidert i ettertid. Norges Banks syn på

nåsituasjonen oppsummeres i anslaget på produksjonsgapet. Produksjonsgapet er forskjellen mellom det faktiske nivået på produksjonen i økonomien og det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid. Nivået på produksjonsgapet uttrykker dermed prispresset i norsk økonomi. Produksjonsgapet er en uobserverbar størrelse, noe som innebærer at også historiske verdier må beregnes. Vårt anslag på produksjonsgapet bygger både på tekniske beregninger og skjønnsmessig vurdering av ulike indikatorer. Anslaget på produksjonsgapet vil kunne 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 produksjonspotensialet og kapasitetsutnyttningen i økonomien.

Tilfældige forstyrrelser og feil i forutsetninger

Anslagene er basert på flere eksogene forutsetninger. Dersom disse forutsetningene utvikler seg annerledes enn vi har lagt til grunn, vil det kunne bidra til feil i anslagene. Blant de viktigste forutsetningene er utviklingen i BNP-vekst, inflasjon og renteutvikling blant våre handelspartnere. Oljeprisen og utviklingen i petroleumsinvesteringene er andre viktige forutsetninger, sammen med aktivitetsnivået i staten og kommunene.

Fram til Inflasjonsrapport 3/05 bygde Norges Banks anslag også på tekniske forutsetninger om utviklingen i renten og kronekursen, basert på utviklingen i terminmarkedet. I de to første inflasjonsrapportene i 2005 ble terminrentene justert noe opp mot slutten av anslagsperioden. Analyser indikerte at de lange rentene kunne være trukket ned av midlertidige forhold og derfor ikke reflekterte reelle forventninger til det fremtidige rentenivået.²

Fra og med den siste inflasjonsrapporten i 2005 gikk Norges Bank over til å basere prognosene på bankens eget anslag for utviklingen i renten framover. Rentebanen kan dermed ikke lenger ses på som uavhengig av de øvrige anslagene, men blir til i en simultan prosess med anslagene for kapasitetsutnyttning og inflasjon. Utviklingen i renten skal gi en rimelig avveining av

¹ Takkt til Anne Berit Christiansen og Kåre Hagelund for gode kommentarer og forslag. Takkt også til andre kolleger i Norges Bank.

² Se utdyping i Inflasjonsrapport 1/05.

de hensyn Norges Bank skal legge vekt på i rentesettingen, og blir dermed både en reaksjon på og et grunnlag for de øvrige anslagene.

Også tilfeldige hendelser kan påvirke de økonomiske variablene vi gir anslag for. Slike tilfeldige forstyrrelser vil naturligvis komme uventet og derfor resultere i anslagsfeil. Et eksempel er innføring av nye momssatser, som påvirket prisutviklingen i 2005. Et annet eksempel er regelendringer som trolig førte til at sykefraværet falt betydelig gjennom 2004 slik at bedriftenes tilgang på arbeidskraft økte.

Økonomiens virkemåte

Anslagene bygger på vår forståelse av økonomiens virkemåte, som er basert på teori og empiriske analyser av historien. Strukturelle endringer i økonomiens virkemåte kan være vanskelige å fange opp og ta hensyn til før de inntreffer. Og selv om vi har kjennskap til strukturelle endringer som kommer, kan det være vanskelig å anslå virkningene av dem. Videre vil vi ofte ha få holdepunkter for å si noe om varigheten av ulike endringer som oppstår. Et eksempel på dette kan være handelsvridningene mot lavkostland som de siste årene har bidratt til stadig lavere priser på importerte konsumvarer. I begynnelsen vurderte Norges Bank handelsvridningene til å være et forbigående fenomen som omfattet enkelte varegrupper, men etter hvert har vi fått holdepunkter for at det kan være en god stund og gjelde flere varegrupper.

2 Inflasjon og produksjon gjennom 2005

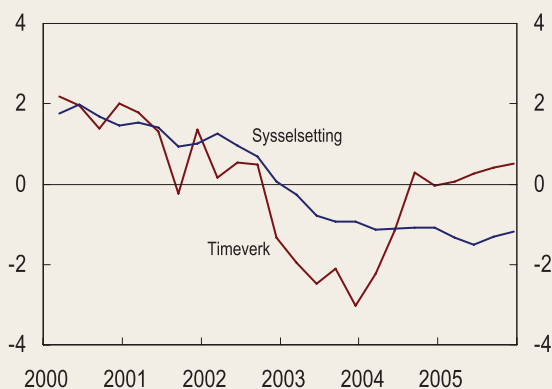
Oppgangskonjunktoren som har preget norsk økonomi siden begynnelsen av 2003 fortsatte også i 2005. Slik vi

beregner det, var produksjonsgapet trolig positivt ved inngangen til 2006. Lave renter, økte petroleumsinvesteringer, sterk vekst internasjonalt og en bedring i bytteforholdet overfor utlandet har vært de viktigste drivkreftene bak oppgangen. De lave rentene bidro til høy vekst i blant annet privat konsum og boliginvesteringer. Etter hvert ble veksten bredere basert, og i fjor var det god vekst i eksporten og i bedriftsinvesteringene i Fastlands-Norge.

Sammenliknet med tidligere oppgangsperioder, tok det imidlertid lengre tid før sysselsettingen begynte å øke. Sterkt fall i sykefraværet gjennom 2004 førte til at utførte timeverk økte forholdsvis raskt, se figur 1. Dette kan ha gitt bedriftene økt tilgang på arbeidskraft uten at det ble behov for nyansettelser. Sammen med lav lønns- og prisvekst er tilførselen av ressurser gjennom lavere sykefravær hovedårsakene til at Norges Bank legger til grunn at vekstpotensialet i norsk økonomi var noe høyere enn normalt både i 2004 og 2005. Resultatet er at økonomien har kunnet vokse raskere uten at det har gitt seg utslag i flaskehalser og kostnadsvekst. Mot slutten av 2005 tok også sysselsettingen seg opp på bakgrunn av fortsatt sterk vekst i produksjonen og etterspørselen.

Samtidig som kapasitetsutnyttningen i økonomien tok seg opp fra den relativt forsiktige konjunkturbunnen i 2003, tok også inflasjonen seg opp fra det svært lave nivået i 2004, se figur 2. Konsumprisveksten justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,0 prosent i 2005. Gjennom 2005 varierte fallet i prisene på importerte konsumvarer mellom -0,5 og -1,5 prosent. Høyere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester bidro til at veksten i konsumprisene økte noe gjennom første halvår. Men mot slutten av året bidro både lavere vekst i innenlandsk inflasjon, samt tiltakende prisfall på de importerte konsumvarene til å trekke veksten i KPI-JAE ned. Andre mål på underliggende inflasjon viste en noe

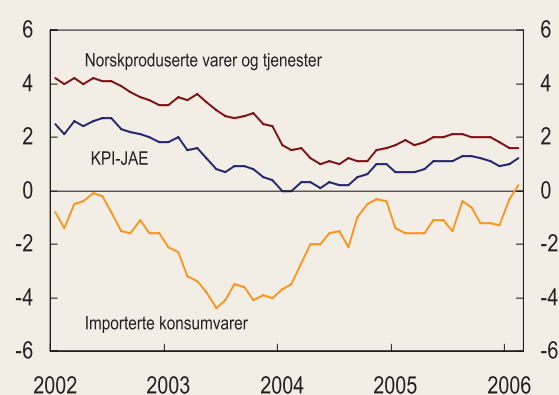
Figur 1 Sysselsetting, utførte timeverk og arbeidsstyrke. Prosentvis avvik fra trend¹⁾. 1. kv. 00 – 4. kv. 05



¹⁾ Trend beregnet med HP-filter. Se Staff Memo 2005/2 (www.norges-bank.no) for nærmere omtale

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – feb. 06



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

²⁾ Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

sterkere prisvekst enn KPI-JAE for 2005 sett under ett, se figur 3. Forskjellen var imidlertid mindre enn i de to foregående årene. Økning i momssatser og høye energipriser bidrar til at veksten i KPI har tatt seg opp.

3 Avvikene mellom anslagene og den faktiske utviklingen

Tabell 1 viser sentrale forutsetninger og anslag for 2005 fra inflasjonsrapportene publisert siden høsten 2003. I utdypingen «Nærmere om endringer i anslagene» (s. 59–60) er det redegjort mer detaljert for utviklingen i anslagene gjennom de ulike inflasjonsrapportene.

Produksjonsgapet

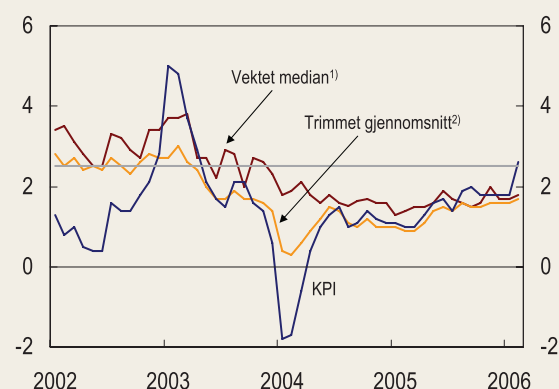
Anslagene for produksjonsgapet i norsk økonomi i 2005 har ikke vært vesentlig endret, tatt i betraktning den store usikkerheten rundt denne størrelsen. Norges Banks nåværende vurdering er at produksjonsgapet var nær et normalnivå i 2005 sett under ett, men positivt mot slutten av året. Selv om dette er noe lavere enn anslagene fra inflasjonsrapportene, har anslagene gjennomgående bygget på at produksjonsgapet gradvis ville lukkes og bli positivt i løpet av 2005.

Anslaget på produksjonsgapet fremover i tid er en kombinasjon av tre usikre komponenter:

- Anslag på utgangspunktet for produksjonsgapet eller nåsituasjonen i økonomien
- Anslag på økonomiens potensielle vekst, det vil si hvor mye produksjonen kan øke uten at presset på realressursene øker
- Anslag på veksten i økonomien fremover

I det følgende ser vi nærmere på hvordan disse ele-

Figur 3 KPI og indikatorer for underliggende prisvekst. Tolv måneders vekst. Prosent. Jan. 02 – feb. 06



¹) Beregnet på grunnlag av 146 undergrupper av KPI

²) Samlet fjernes prisendringer som utgjør 20 prosent av vektgrunnlaget

Kilde: Statistisk sentralbyrå

mentene har påvirket vurderingen av kapasitetsutnyttingen i 2005.

Mer ledige ressurser i 2003 og 2004

Norges Bank benytter et bredt spekter av indikatorer for å danne et bilde av nåsituasjonen i økonomien. En korrekt vurdering av tilstanden i økonomien på det tidspunktet anslagene utarbeides er avgjørende for kvaliteten på anslagene.

Anslagene for 2005 gitt i 2003 og 2004 bygget på et bilde av nåsituasjonen med forholdsvis lite ledig kapasitet i økonomien. I ettertid ser det ut til å ha vært mer ledig kapasitet enn vi da la til grunn. Produksjonsgapet i 2003 og 2004 beregnes nå til å være henholdsvis $-1\frac{1}{2}$ og -1 prosent, mens vi i begynnelsen av 2004 anslo de til hhv. $-1\frac{1}{2}$ og $-1\frac{1}{4}$ prosent. En årsak til nedjusteringen er at reviderte nasjonalregnskapstall viser at bruken av

Tabell 1 Sentrale forutsetninger og anslag på noen makroøkonomiske hovedstørrelser for norsk økonomi i 2005 og faktisk utvikling. Prosentvis endring fra året før der ikke annet er oppgitt

	IR 3/03	IR 1/04	IR 2/04	IR 3/04	IR 1/05	IR 2/05	IR 3/05	Faktisk
Rente¹ (nivå, prosent)	4,2	2,6	3,2	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2
Valutakurs I-44	96,1	99,0	95,2	93,3	93,3	92,0	91,8	91,9
BNP-handelspartnere	2¾	2½	2½	2½	2¼	2	2¼	2,4
Internasjonale priser	¾	-½	-¼	¼	-¾	-1½	-1	-0,9
Oljepris Brent Blend	23,4	28,9	33,1	46,0	50,6	54,3	55,0	54,5
Petroleumsinvesteringer	-5	3	5	15	25	25	20	15,7
BNP Fastlands-Norge	2¾	3¼	3	3½	4	3¾	3¾	3,7
Potensiell vekst	2½	2½	2½	2½	2½	2½	2¾	2¾
Ledighet (AKU)	4½	4¼	4	4	4	4¼	4½	4,6
Årslønn	4¾	4¾	4½	4½	4	3½	3½	3¼
KPI	2	2¼	1¾	2¼	1¼	1¼	1½	1,6
KPI-JAE	2¼	2¼	1½	1½	1	1	1	1,0
Produksjonsgap	½	¼	¼	¾	¾	½	¼	0

¹ Tremåneders pengemarkedsrente.

Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

arbeidskraft avtok noe mer i den siste nedgangskonjunktoren enn de foreløpige tallene tydet på. Andre indikatorer peker også i retning av større ledig kapasitet. Dette gjelder særlig den innenlandske prisveksten. Mens produksjonsveksten i 2004 ble litt høyere enn vi anslo i den siste rapporten i 2003, ble innenlandsk prisvekst 1 1/4 prosentpoeng lavere.

Også utover i oppgangskonjunktoren forble veksten i sysselsettingen forholdsvis lav. En viktig årsak kan være at sykefraværet falt betydelig, se figur 4. En varig nedgang i sykefraværet vil gi en varig økning i tilgjengelige timeverk. Sammen med effektivisering bidro dette trolig til at økonomien kunne vokse nokså mye uten at det oppstod begrensninger i form av tilgang på arbeidskraft eller produksjonskapital. Den potensielle veksten i norsk økonomi anslås nå å ha vært 1/2 prosentpoeng høyere enn normalt i 2004.

Norges Bank forsøker stadig å forbedre analysen av nåsituasjonen. Blant annet forsøker vi nå i større grad å knytte opplysninger fra vårt regionale nettverk direkte opp mot vurderingen av produksjonsgapet. En viktig fordel med nettverket er at det går kort tid fra svarene innhentes til analysen er klar. Opplysningene fra nettverket gir oss også en annen innfallsvinkel til målingen av produksjonsgapet i tillegg til analysen av statistikk, som både kommer med et tidsetterslep og blir revidert i ettertid. Tolkningen av informasjon fra nettverket kan på den annen side være vanskelig, men vi vinner erfaring etter hvert som tidsseriene blir lengre.

Høy potensiell vekst i 2005

Normalt legger Norges Bank til grunn at produksjonspotensialet i økonomien vokser med 2 1/2 prosent i året. Det betyr at dersom veksten i BNP blir nær 2 1/2 prosent, vil produksjonsgapet ikke endres i forhold til året før. I den siste inflasjonsrapporten fra 2005 ble den potensielle veksten for 2005 justert opp til 2 3/4 prosentpoeng.

Bakgrunnen for denne justeringen er at økt arbeidsinnvandring fra de nye EU-landene kan ha dempet presset på realressursene i Norge. En vesentlig del av de utenlandske arbeidstakerne tar kortere oppdrag uten å være ansatt i en norsk virksomhet. I statistikken vil dette fremkomme som en økning i tjenesteimporten. Økt tjenstemobilitet kan ha bidratt til å holde kostnadene nede selv om veksten i etterspørselen har vært høy.

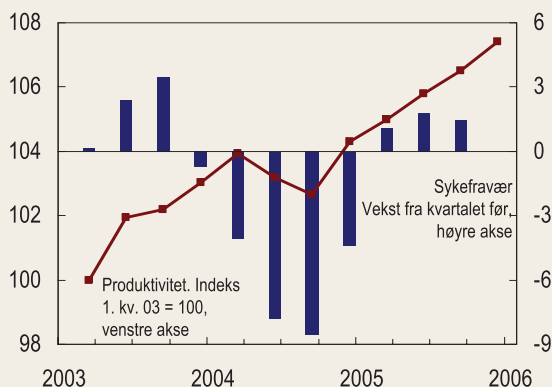
Både nedgangen i sykefraværet og oppgangen i arbeidsinnvandringen er eksempler på hvordan endringer i lover og regler fører til strukturelle endringer i økonomien. Effekten av slike strukturelle endringer vil ofte være vanskelige å anslå på forhånd.

Veksten i 2005 litt høyere enn først anslått

Nedjusteringene av produksjonsgapet bakover i tid har i noen grad blitt motvirket av at veksten i 2004 og 2005 ble høyere enn vi anslo i slutten av 2003 og begynnelsen av 2004. Da veksten i norsk økonomi avtok raskt mot slutten av 2002 og utsiktene for inflasjonen ble nedjustert, ble renten satt betydelig ned. Våren 2004 ble renten satt ned til 1,75 prosent, og Norges Bank anslo samtidig veksten i BNP for Fastlands-Norge til 3 prosent i 2005. Dette anslaget bygde på en forutsetning om at renten ville øke i takt med markedets forventninger slik de da kom til uttrykk i terminrentene, se figur 5. Den faktiske renteutviklingen ble imidlertid lavere enn forutsatt, og dette kan ha bidratt til at veksten i økonomien ble noe høyere enn anslått.

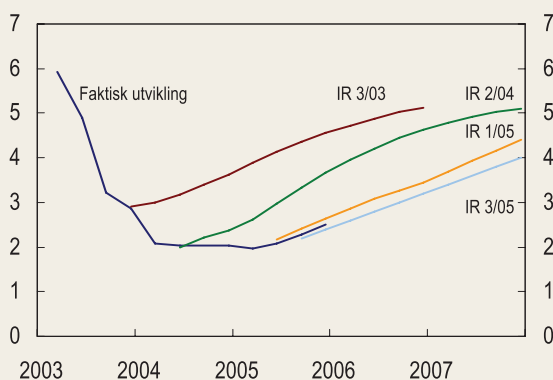
En annen årsak til at den økonomiske veksten ble høyere enn anslått i begynnelsen av 2004, er at vi da la til grunn en forholdsvis moderat utvikling i petroleumsinvesteringene. Fra og med den siste inflasjonsrapporten i 2004 ble det imidlertid klart at oljeinvesteringene ville vokse sterkt i 2005. Oppgangen i petroleumsinvesteringene har gitt seg utslag i økt import, men den har også gitt betydelige impulser til norsk økonomi.

Figur 4 Produktivitet og endring i sykefraværet. Sesongjustert. 1. kv. 03 – 4. kv. 05



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5 Tremåneders pengemarkedsrente og renteforutsetningene i enkelte inflasjonsrapporter. 1. kv. 03 – 4. kv. 07



Kilde: Norges Bank

Veksten i petroleumsinvesteringene kan dels skyldes at oljeprisen ble vesentlig høyere enn forutsatt i de første inflasjonsrapportene fra 2004. Høy økonomisk vekst i store deler av verden og sterk vekst i Kinas oljeimport førte til høy etterspørselsvekst og oppgang i oljeprisen gjennom 2004.

Samlet sett har produksjon og prisstigning for våre handelspartnere i 2005 utviklet seg om lag på linje med anslagene. Oppgangen i oljeprisen har foreløpig hatt begrensede effekter på inflasjon og økonomisk aktivitet internasjonalt.³ Det kan ha sammenheng med at oljeprisøkningen i stor grad kommer som et resultat av vekst i etterspørselen. De fleste tidligere oljeprissjokk har vært en følge av reduksjoner i tilbudet. Industrielandene er også mindre oljeavhengige enn tidligere. Dette skyldes teknologisk fremgang og at tjenesteproduksjon nå utgjør en relativt større andel av landenes BNP.

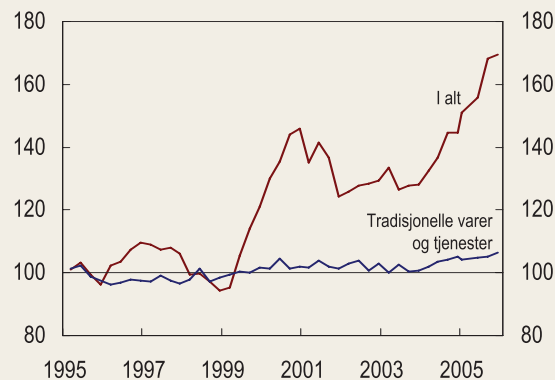
Lave renter internasjonalt har også bidratt til at veksten de fleste steder har holdt seg godt oppe. På samme måte som i Norge har rentene internasjonalt økt saktere enn det markedsaktørene tidligere forventet, se figur 6. Samtidig kan ledige ressurser i den globale økonomien ha bidratt til at oljeprisøkningen i liten grad har forplantet seg til andre priser eller høyere lønnsvekst. Globalisering i form av økt internasjonal konkurranse og flytting av produksjon til lavkostland kan også i noen grad ha motvirket impulsene fra økt oljepris. Uten den overraskende sterke oljeprisveksten er det grunn til å tro at BNP-utviklingen internasjonalt kunne blitt noe sterkere enn vi la til grunn.

Veksten internasjonalt har ført til prisøkninger også på andre råvarer enn olje, særlig metaller og produkter som krever mye energi i produksjonen. Økt handel har gitt vekst i transportbehovet og høye rater for skipsfrakt. Dette har bidratt til at vårt bytteforhold overfor handelspartnerne har bedret seg, se figur 7. Et bedret bytteforhold innebærer at vi kan få mer importvarer for hver

enhet av vår eksport. Forholdsvis høye eksportpriser har gitt god inntjening i konkurranseutsatt sektor på tross av styrkingen av kronekursen.

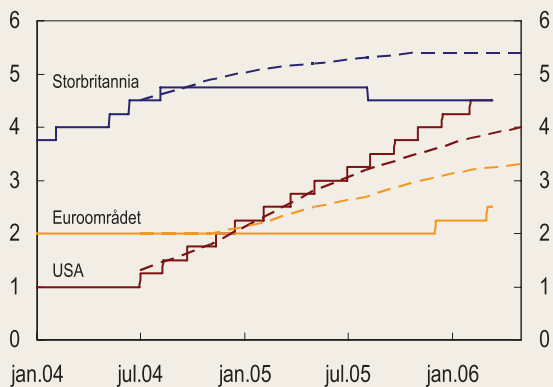
Samlet sett har Norges Banks tidligere anslag for kapasitetsutnyttningen i 2005 vært litt høyere enn vår nåværende vurdering. Dette skyldes særlig at utgangspunktet for anslagene, nivået på produksjonsgapet i 2003 og 2004, i ettertid har vist seg å være noe mer negativt enn vi tidligere la til grunn, se figur 8. Avvikene er relativt små når vi tar i betraktning den store usikkerheten rundt anslagene for produksjonsgapet. Vi anslår fortsatt at kapasitetsutnyttningen økte gjennom 2005, og at økonomien kom inn i en svak høykonjunktur i løpet av 2. halvår. Norges Banks anslag for produksjonsgapet i 2005 vil imidlertid fortsatt kunne endres i lys av revideringer av nasjonalregnskapstall eller nye vurderinger.

Figur 7 Bytteforhold. Indeks 1995=100. 1. kv. 95 – 4. kv. 05



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

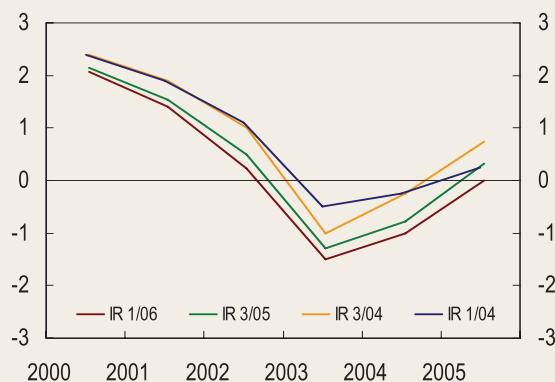
Figur 6 Renteforventninger. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾ per 24. jun. 04. 2. jan. 04 – 10. mar. 06



¹⁾ Stiplede kurver viser forventninger fra IR 2/04. Basert på rentene på FRA- og futureskontrakter justert for anslått differanse mellom tremåneders pengemarkedsrente og styringsrenten

Kilder: Reuters og Norges Bank

Figur 8 Anslag på produksjonsgapet fra ulike inflasjonsrapporter. Prosent. 2000–2005



Kilde: Norges Bank

³ Se egen utdyping i Inflasjonsrapport 3/05.

Inflasjonen i 2005 ble lavere enn anslått i 2004

Den faktiske prisveksten målt ved KPI-JAE ble 1 prosent i 2005. I begynnelsen av 2004 anslo Norges Bank at veksten i KPI-JAE ville bli 2 1/4 prosent. Produksjonsgapet ble samtidig anslått til 1/4 prosent og var dermed svært nær anslaget nå. Det forholdsvis store avviket mellom faktisk og anslått prisvekst, se figur 9, kan dermed i liten grad føres tilbake til endringer i kapasitetsutnyttningen, for presset på realressursene i 2005 ble om lag som anslått i begynnelsen av 2004. Forsinkede effekter av at produksjonsgapet i 2003 og 2004 ble lavere enn anslått, kan derimot ha bidratt noe.

Avviket mellom anslått og faktisk prisvekst i 2005 kan for en stor del skyldes at:

- kronekursen ble sterkere enn først lagt til grunn
- prisene på importerte konsumvarer falt mer enn ventet, og
- lønnsveksten ble lavere enn anslått

Sterkere kronekurs enn først lagt til grunn

Kronekursen styrket seg gjennom 2004 og 2005 og ble gjennomsnittlig nesten 8 prosent sterkere i 2005 enn lagt til grunn i den første inflasjonsrapporten fra 2004, se figur 10. I begynnelsen av 2004 ventet vi at den betydelige svekkelsen av kronekursen gjennom 2003 etter hvert skulle bidra til å trekke opp prisveksten på importerte konsumvarer. Isteden fikk vi en styrking av kronen som har virket i motsatt retning. Kronestyrkingen kan delvis skyldes at renten hos flere av våre handelspartnere ikke ble satt opp så raskt som forventningene i markedet i begynnelsen av 2004 skulle tilsi. Veksten i oljeprisen kan også ha bidratt til kronestyrkingen, selv om

empiriske analyser viser at sammenhengen mellom kronekurs og oljepris varierer over tid.

Internasjonale prisimpulser om lag som anslått...

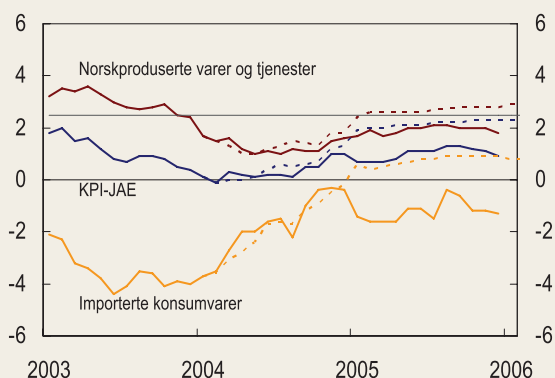
Uavhengig av kronekursen har de internasjonale prisene på konsumvarene vi importerer, falt de siste årene. Dette skyldes for det første at en stadig større andel av importerte konsumvarer nå kommer fra lavkostland i Asia og i Sentral- og Øst-Europa. Klær og sko er varer som påvirkes av denne vridningen av importen. For det andre har sterk internasjonal konkurranse og effektiviseringer i produksjonen ført til prisfall på en del andre varer, for eksempel lyd- og bildeutstyr.

Norges Bank har siden begynnelsen av 2004 beregnet en variabel som skal fange opp disse internasjonale prisimpulsene til importerte konsumvarer (IPK). Som følge av bedre datatilgang fra en del fremvoksende økonomier, ble denne indikatoren revidert og utvidet mot slutten av 2005.⁴ De nye beregningene viser at de importerte prisimpulsene siden 2001 har falt mer enn vi tidligere har antatt. Dette skyldes særlig at vridningen har omfattet flere varegrupper enn vi klarte å fange opp med det tidligere datagrunnlaget. I 2005 avtok prisetallet noe, sannsynligvis på grunn av høyere olje- og råvarepriser. Dette har bidratt til at anslaget fra den første inflasjonsrapporten i 2004 på de internasjonale prisimpulsene i 2005 bare var om lag 1/2 prosentpoeng for høyt.

...men likevel sterkere fall i prisene på importerte konsumvarer

Siden 2001 har en modell med IPK-variabelen og valutakursen som forklaringsfaktorer kunnet forklare det meste av utviklingen i prisene på importerte konsumvarer i Norge⁵, se figur 11. Det fremgår også av figuren at denne sammenhengen ble svekket i begynnelsen av

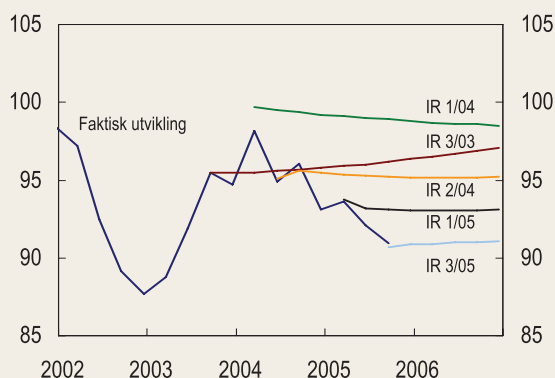
Figur 9 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Historisk utvikling og anslag (stiplet) fra IR 1/04. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 03 – des. 05



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
²⁾ Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 10 Valutakursen (I-44) og forutsetninger i inflasjonsrapportene. 1. kv. 03 – 4. kv. 06



Kilde: Norges Bank

⁴ Se utdyping i Inflasjonsrapport 3/05.

⁵ Se utdyping i Inflasjonsrapport 1/04.

2005 da prisene på importerte konsumvarer falt klart mer enn modellen kunne forklare.

Endringer i avgifter og uvanlig salgsaktivitet rundt årsskiftet 2004/2005 kan være mulige forklaringer. I beregningen av KPI-JAE justeres det fullt ut for avgifts- endringer fra det tidspunktet de innføres. Den lave pris- stigningen i begynnelsen av 2005 kan dels skyldes at de faktiske utsalgsprisene ikke ble fullt ut justert etter momsøkningen. Samtidig kan en dårlig sesong for vinter- klær og annet sesongutstyr ha ført til større prisavslag en vanlig i begynnelsen av året. Utviklingen i begynnelsen av 2006 tyder imidlertid på at prisene på importerte kon- sumvarer igjen utvikler seg mer i samsvar med modellen.

I januar 2005 bidro sterkere fall i prisene på importer- te konsumvarer til at 12-månedersveksten i KPI-JAE bare ble 0,7 prosent. Den overraskende lave prisveksten

i begynnelsen av året fikk konsekvenser for vårt anslag også for året samlet sett. Utviklingen i 1. kvartal legger mye av grunnlaget for resten av året, både fordi flere komponenter måles denne måneden og fordi en stor andel av prisene justeres i januar og februar, se figur 12. Simuleringer med Norges Banks aggregerte makroøko- nomiske modell⁶ tyder på at den svake utviklingen i 1. kvartal 2005 ikke kan forklares med utviklingen i pro- duktionsgapet eller valutakursen.⁷

Lavere lønnsvekst enn anslått

I den første inflasjonsrapporten fra 2004 ble lønnsvek- sten i 2005 anslått til 4³/₄ prosent. Foreløpige tall fra tek- nisk beregningsutvalg tyder på at lønnsveksten i 2005 ble vel 3¹/₄ prosent. Det betydelige prisleilet på impor- terte konsumvarer i begynnelsen av 2005 bidro til at konsumprisveksten ved inngangen til lønnsoppgjøret ble klart lavere enn anslått tidligere. Lav prisvekst bidro til at forholdsvis moderate nominelle lønnstillegg likevel ga vekst i kjøpekraften.

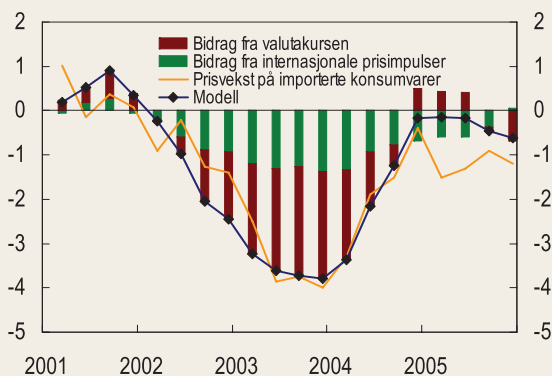
Også reallønnsveksten ble lavere enn tidligere anslått. Lønnsanslaget var basert på at sysselsettingen raskt ville tilta utover 2005 og bidra til at ledigheten kom ned til 4 prosent i gjennomsnitt, se figur 13. Målt i antall perso- ner vokste imidlertid sysselsettingen saktere enn det som har vært vanlig i tidligere konjunkturoppganger, se figur 14. Særlig to forhold kan bidra til å forklare den trege oppgangen i sysselsettingen:

- For det første bidro fallet i sykefraværet gjennom 2004 til at bedriftene fikk tilført ekstra arbeidskraft. Produksjonen kunne dermed økes uten at det ble behov for nyansettelser.
- For det andre økte tilgangen på utenlandsk arbeids- kraft markert etter utvidelsen av EØS-området i mai 2004. Utenlandske arbeidstagere vil i mange tilfeller ikke fanges opp av sysselsettingsstatistikken, selv om de er med på å øke den tilgjengelige mengden arbeids- kraft. Det relativt lave lønnsnivået blant utenlandske arbeidere kan også ha bidratt til holde lønnsveksten nede, spesielt i bygge- og anleggsbransjen, der akti- viteten har vært svært høy.

Konkurransen i produktmarkedet omtrent som ventet

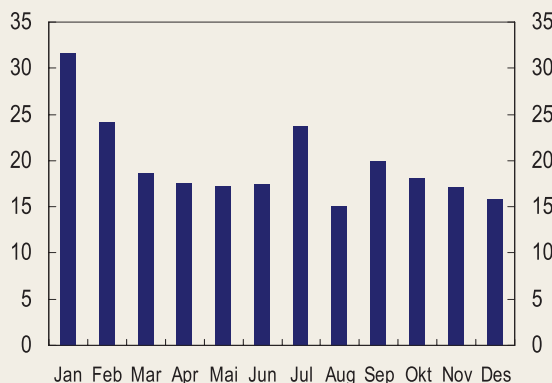
I etterkant av lavkonjunkturen i 2003 ble det etter hvert klart at konkurransen i flere markeder ble sterkere og førte til effektiviseringer og kostnadskutt. Samtidig bidro nye aktører, for eksempel innen flytrafikk og i dagligvarebransjen, til styrket konkurranse og betydelig lavere priser på en del varer og tjenester. I den første inflasjonsrapporten fra 2004 antok vi at dette ville prege prisutviklingen gjennom 2004, men at situasjonen ville normaliseres i 2005 i takt med konjunkturoppgangen. Denne analysen ser fortsatt ut til å stemme forholdsvis godt med den faktiske utviklingen. Sterkt fall i prisvek-

Figur 11 Prisvekst på importerte konsumvarer og beregnede virkninger av internasjonale priser og valutakursutviklingen. Prosentpoeng bidrag til 4-kvartalsvekst. 1.kv. 01 – 4. kv. 05



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 12 Andelen prisobservasjoner som endrer seg i ulike måneder (vektet). Unntatt salg

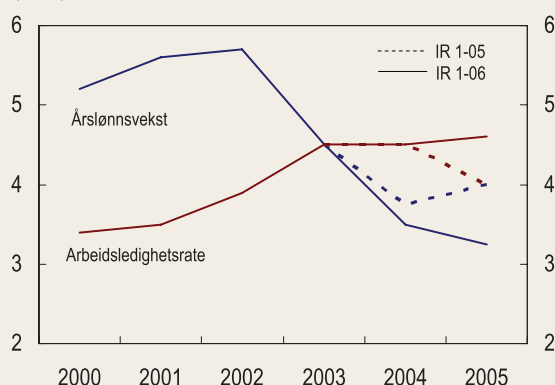


Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁶ Se Norges Bank Staff Memo 2004/3.

⁷ Prisligningen i modellen må tilføres et betydelig negativt sjokk for å komme ned til den faktiske prisveksten i begynnelsen av 2005. Impulser til enkeltlikninger i en såpass aggregert modell er vanskelig å tolke, men kan indikere et uventet sjokk på tilbudssiden av økonomien knyttet til produktivitet eller marginer.

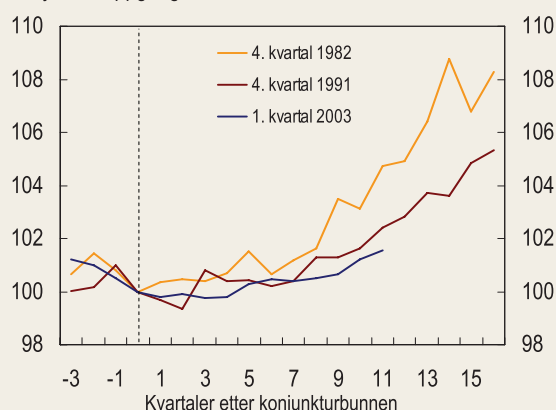
Figur 13 Anslag på årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. 2000 – 2005



¹⁾ Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert kostnader knyttet til økt ferie

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

Figur 14 Sysselsatte personer. Utvikling etter starten på en konjunkturoppgang. Indeks, kvartal 0 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

sten på matvarer mot slutten av 2005 og begynnelsen av 2006 kan imidlertid være tegn på sterkere konkurranse i dagligvarebransjen. Men også andre forhold, som nye metoder for innsamling av data, kan ha påvirket denne utviklingen.

Norges Banks analyseapparat gir ikke grunnlag for presist å beregne virkningene på prisveksten av endrede konkurranseforhold. En modell for innenlandsk prisvekst, se vedlegg 1, kan i stor grad forklare prisutviklingen i 2005 ved hjelp av utviklingen i lønn og prisveksten året før. For prisveksten i 2003 og 2004 treffer ikke modellen den faktiske utviklingen like godt. De prisene som falt betydelig i 2004, for eksempel flyreiser og enkelte dagligvarer, har også utviklet seg mer normalt gjennom 2005.

KPI-JAE om lag på linje med anslagene gitt i 2005

Etter den overraskende lave prisveksten i begynnelsen av 2005, ble anslaget på KPI-JAE justert ned til 1 prosent i Inflasjonsrapport 1/05 og i de etterfølgende rapportene. Dette viste seg å treffe den faktiske utviklingen ganske godt. Fra 2004 til 2005 steg KPI-JAE med 1,0 prosent. Anslagene gitt gjennom 2005 bygde på forutsetninger om både rente- og valutakursutviklingen som også viste seg å være gode i forhold til den faktiske utviklingen.

Selv om anslaget på årsgjennomsnittet for prisveksten traff bra, ble det mot slutten av året et avvik mellom observert og anslått 12-månedersvekst i prisene. I andre halvdel av 2005 varierte tolv månedersveksten i KPI-JAE mellom 1 og 1½ prosent, før den overraskende falt til 0,9 prosent i desember. Korrigeres prisveksten for den beregnede direkte virkningen av nedgangen i renten på husleiene, kan prisveksten anslås til 1,1 prosent denne måneden. Både lavere vekst i prisene på innenlandske varer og priser og prisene på importerte konsumvarer bidro til å trekke veksten i KPI-JAE ned.

Dekomponering av anslagsfeilen

I tabell 2 er avviket mellom anslaget på KPI-JAE fra Inflasjonsrapport 1/04 og Inflasjonsrapport 1/05 og den faktiske utviklingen forsøkt tallfestet i forhold til de ulike bakenforliggende årsakene. Dekomponeringen viser at om lag 0,4 prosentpoeng av anslagsfeilen fra den første inflasjonsrapporten i 2004 skyldes at kronekursen utviklet seg sterkere enn lagt til grunn.

Videre kan om lag 0,4 prosentpoeng av anslagsfeilen knyttes til for høyt anslag på lønnsveksten i 2005. Uventet tilgang på arbeidskraft fra redusert sykefravær og fra utlandet bidro til at arbeidsmarkedet ble mindre stramt enn lagt til grunn. Modellen for innenlandsk prisvekst, se vedlegg 1, er en del av grunnlaget for dekomponeringen i tabell 2. I denne modellen er lønnsveksten eksogen, og det er dermed ikke tilbakevirkninger fra prisveksten til lønnsveksten. Den overraskende lave prisveksten i begynnelsen av 2005 bidro trolig til det moderate lønnsoppgjøret ved at det påvirket prisforventningene til partene i arbeidslivet. I tabellen blir imidlertid denne indirekte effekten av lav prisvekst plassert under lønn. Dersom vi hadde tatt mer hensyn til indirekte effekter i dekomponeringen, kunne den uforklarte andelen av anslagsfeilen blitt større. For høyt anslag på lønnsveksten ville samtidig kunne forklare en mindre del av anslagsfeilen for KPI-JAE.

Dekomponeringen kan ikke forklare hele avviket mellom anslaget fra Inflasjonsrapport 1/04 og den realiserte utviklingen. 0,2 prosentpoeng av avviket kan ikke knyttes til feil i andre anslag eller forutsetninger. Som vist i figur 11 er det den lave prisveksten på importerte konsumvarer vi ikke kan forklare med vårt nåværende analyseapparat. En mulig forklaring er at vridningen av importen over mot lavkostland har vært sterkere enn vi klarer å fange opp med variabelen for importerte prisimpulser. Det er også mulig at høy produktivitetsvekst i varehandelen har gitt grunnlag for reduserte marginer og lavere utsalgspriser.

Tabell 2. Dekomponering av avviket mellom faktisk prisvekst og anslått prisvekst i 2005 gitt i Inflasjonsrapport 1/04 og 1/05.

	IR 1/04	IR 1/05
Avvik mellom faktisk og anslått vekst i KPI-JAE. Prosentpoeng	-1¼	-0,1
<i>Dekomponering av avvik</i>		
Bidrag fra valutakurs	-0,4	0
Lavere internasjonale prisimpulser	-0,1	0
Lavere lønnsvekst	-0,4	-0,1
Rentens direkte effekt på husleie	-0,2	0
Andre forhold/uforklart ¹	-0,2	0

¹ Knytter seg hovedsakelig til fallet i importerte konsumpriser i 2005.

4 Alternative og andre institusjoners anslag

Som en del av etterprøvingen sammenliknes også Norges Banks anslag med anslag fra alternative modeller og andre institusjoner.

Anslag fra andre institusjoner

Andre institusjoners anslag kan brukes som et holdepunkt for å vurdere Norges Banks anslag. Figur 15 og 16 viser utviklingen i anslagene til Norges Bank og noen andre institusjoner for veksten i KPI-JAE og BNP Fastlands-Norge i 2005 gitt fra 2003 og framover. Slike anslag er vanskelige å sammenlikne. Anslagene revideres ikke fortløpende, og vil derfor bygge på ulike statistikkgrunnlag. Det kan også være forskjeller i forutsettningene for anslagene.

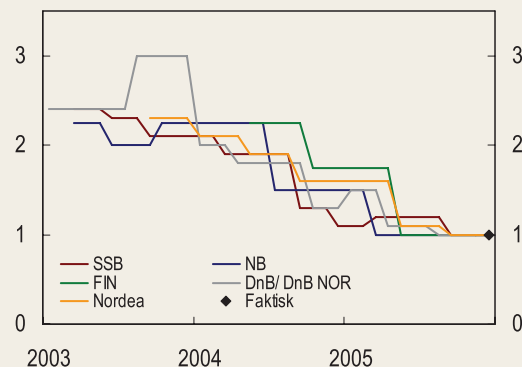
Gjennom mesteparten av 2004 forutså ingen av institusjonene at veksten i KPI-JAE skulle bli 1,0 prosent i 2005. I den tidligste fasen av konjunkturoppgangen undervurderte alle institusjonene veksten i BNP for Fastlands-Norge i 2005. Norges Bank var blant de første som oppjusterte anslagene for veksten.

Alternative modeller

I arbeidet med å lage anslag for prisveksten vurderes også resultater fra «naive» fremskrivningsmetoder. Prediksjoner fra en enkel tidsseriemodell (ARIMA) som fanger opp trendveksten og sesongsvingninger i KPI-JAE har ofte vist seg å treffe den faktiske prisutviklingen nokså godt på kort sikt. En slik modell inneholder ikke informasjon om drivkreftene bak inflasjonsutviklingen, og normalt vil den ikke treffe godt på lang sikt. Det er mulig å beregne konfidensintervaller som viser usikkerheten rundt fremskrivingene. Disse er basert på den historiske variasjonen i tidsserien.

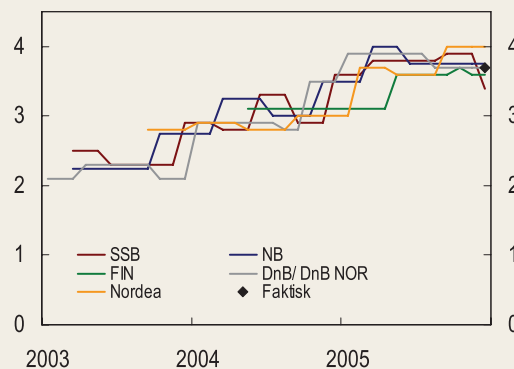
I figur 17 sammenliknes prediksjoner fra en enkel ARIMA-modell for KPI-JAE med anslagene fra

Figur 15 KPI-JAE. Anslag for 2005 gitt på ulike tidspunkter. Årlig vekst. Prosent



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

Figur 16 BNP Fastlands-Norge. Anslag for 2005 gitt på ulike tidspunkter. Prosent

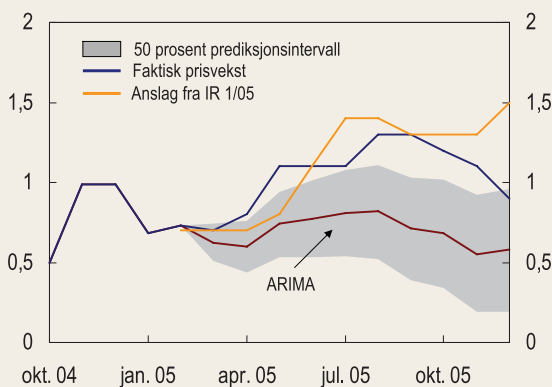


Kilder: Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet, DnB NOR, Nordea og Norges Bank

Inflasjonsrapport 1/05 og den faktiske utviklingen gjennom 2005. Både anslagene i IR 1/05 og ARIMA-prediksjonene tok utgangspunkt i informasjon fram til KPI-JAE for februar. Norges Banks anslag lå de første månedene ganske tett opp til ARIMA-prediksjonene, men utover sommeren og høsten anslo Norges Bank inflasjonen til å øke noe mer. Anslagene fra Inflasjonsrapport 1/05 traff den faktiske utviklingen bedre enn ARIMA-fremskrivningene gjennom det meste av året. Gjennomsnittlig absolutt avvik er om lag dobbelt så stort for ARIMA-anslagene som for anslagene fra Inflasjonsrapport 1/05.

«Naive» modeller kan være en nyttig kryssjekk av anslagene på kort sikt. På litt lengre sikt vil det være mer naturlig å sammenlikne anslagene med modeller der også andre forklaringsfaktorer inngår. I figur 18 sammenliknes anslagene fra Inflasjonsrapport 1/04 med anslag fra den makroøkonomiske modellen vi nå bruker

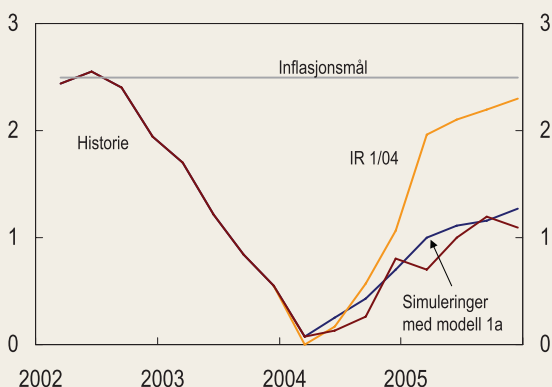
Figur 17 KPI-JAE¹⁾. Anslag fra IR 1/05, ARIMA-anslag og faktisk utvikling. Tolvmånedersvekst. Prosent. Okt. 04 –des.05



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 18 KPI-JAE¹⁾. Anslag fra IR 1/04, simulering med makro-modellen 1a og faktisk utvikling. Prosent. 1. kv. 02 – 4. kv. 05



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

i anslagsarbeidet. Alle eksogene og endogene variabler, med unntak av KPI-JAE, er stilt inn på sine realiserde verdier. Denne modellen var ikke utviklet da Inflasjonsrapport 1/04 ble publisert. I simuleringen trefrer modellen den faktiske utviklingen i KPI-JAE forholdsvis godt både i 2004 og 2005. Dette resultatet avhenger delvis av hvilket tidspunkt simuleringen blir startet på; i figuren er det 2. kvartal 2004.

Hvor godt treffer prisanslagene til andre sentralbanker med inflasjonsmål?

Tabell 3 viser avvikene mellom faktisk prisvekst og anslag fra seks sentralbanker som styrer etter inflasjonsmål. Prognosene er hentet fra de siste inflasjonsrapportene i hver årgang. Tallene for gjennomsnittlig avvik mellom anslått og faktisk prisvekst for årene før 2005 indikerer at Norges Bank treffer noe dårligere enn de andre i tabellen. Også andre små, åpne økonomier som Sverige og Australia har imidlertid hatt visse problemer med å anslå inflasjonen.

Når det gjelder anslagene for 2005 gitt ett år tidligere, er Norges Banks anslagsfeil om lag som gjennomsnittet for de andre sentralbankene. Avviket mellom prisveksten i 2005 og anslaget som ble gitt to år tidligere, er imidlertid større enn avvikene de andre sentralbankene hadde. Dette må særlig ses i sammenheng med den overraskende lave prisveksten i 2004.

Avslutning

I 2005 ble produksjonsgapet litt lavere enn Norges Bank tidligere har anslått. Nedjusteringer av nivået på produksjonsgapet i årene før 2005 ble i noen grad oppveid av sterkere vekst gjennom året. Dette gjenspeilet blant annet høyere oljeinvesteringer enn anslått. Veksten i KPI-JAE ble imidlertid klart svakere enn Norges Bank hadde lagt til grunn. Også andre institusjoner hadde lenge for høye anslag på inflasjonen. Overraskende fall

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

	Gjennomsnittlig avvik fra anslag fram til 2004 ¹⁾		Avvik fra anslag for 2005	
	Anslag ett år fram	Anslag to år fram	Ett år fram	To år fram
Australia	1,1	0,9	0,2	0,2
Euroområdet	0,3	0,5	0,2	0,6
New Zealand	0,4	0,7	0,2	0,5
Storbritannia	0,3	0,3	0,6	0,2
Sverige	0,7	1,0	0,7	1,2
Norge	0,8	1,1	0,5	1,3

¹⁾ Gjennomsnittet er beregnet for perioden 1998–2004. For euroområdet og Norge er perioden 2001–2004.

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

i prisene på importerte konsumvarer, til tross for økningen i oljeprisen, forholdsvis lav lønnsvekst og styrking av kronekursen har bidratt til den lave prisveksten.

Som en liten, åpen økonomi er utviklingen i Norge særlig utsatt for internasjonale impulser. De siste årene har økende globalisering satt sitt preg på utviklingen. I Norge har vi merket konsekvensene blant annet i form av fallende importpriser, økt tilgang på utenlandsk arbeidskraft og vekst i oljeprisen. I løpet av 2005 ble analysen av de internasjonale prisimpulsene til importerte konsumvarer utvidet og forbedret.⁸ Vi legger nå til grunn at fallet i de internasjonale prisimpulsene vil vare lenger enn vi tidligere har antatt. Vi har også forsøkt å kartlegge økningen i bruken av utenlandsk arbeidskraft i Norge.

Erfaringene fra anslagsarbeidet de siste årene har vist at beskrivelsen av nåsituasjonen og utviklingen på kort sikt er svært viktig for kvaliteten på anslagene. Vi har nå økt oppmerksomheten rundt metoder for å bedre kunne anslå utviklingen i viktige variable på kort sikt. Etter hvert bedres også grunnlaget for å trekke opplysninger fra vårt regionale nettverk inn i vurderingen av kapasitetsutnyttningen og nåsituasjonen.

Vedlegg 1. En modell for prisveksten på norskproduserte varer og tjenester

Modellen som ligger til grunn for dekomponeringen i tabell 2 i denne artikkelen, kan teoretisk tolkes i lys av inflasjonsmodeller med ufullstendig konkurranse à la de Brouwer og 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 likevektsjusteringsleddet $(p^d - (w-z))_{t-1}$. 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 likningen, $d86$, 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 forklarer prisveksten godt, men en må som vanlig ta forbehold når en tolker resultatene, særlig i lys av de få observasjonene som analysen omfatter.

Referanser

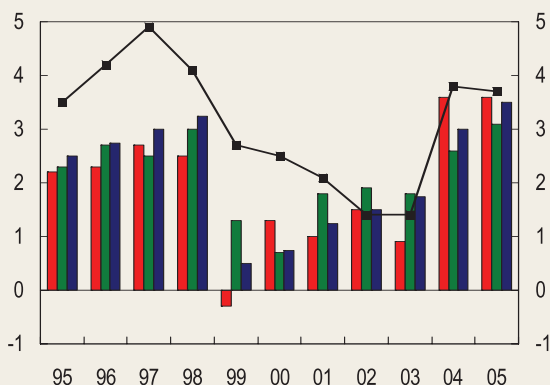
- de Brouwer, Gordon & Ericsson, Neil R. (1998): «Modeling Inflation in Australia», *Journal of Business & Economic Statistics*, American Statistical Association, 16(4), side 433–449
- Kolsrud, D. & R. Nymoen (1998): «Unemployment and the Open Economy Wage-Price Spiral», *Journal of Economic Studies*, 25, 450–467

⁸ Se utdyping i Inflasjonsrapport 3/05.

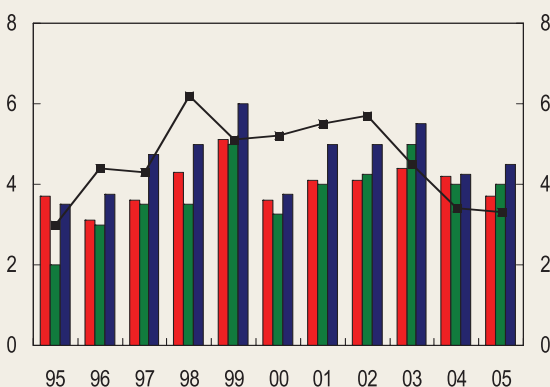
Figur 19-21 Anslag på vekst fra Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank, sammen med faktisk vekst. Prosent. 1995 til 2005

Statistisk sentralbyrå Finansdepartementet Norges Bank Faktisk vekst

Figur 19 BNP Fastlands-Norge

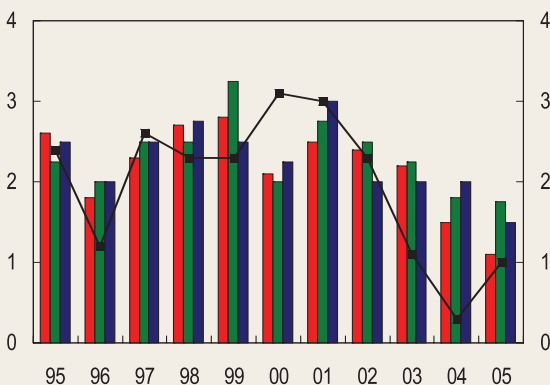


Figur 20 Årslønnsvekst¹⁾



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

Figur 21 Konsumprisvekst¹⁾



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

Vedlegg 2. Oversikt over anslag for 1995–2005

I tillegg til å studere anslagene for ett enkelt år, er det viktig å se på anslagene over tid for å finne ut om det blir gjort systematiske feil. I figurene 19–21 sammenliknes de realiserte størrelsene for perioden 1995–2005 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 til at veksten i BNP for Fastlands-Norge på 1990-tallet ble undervurdert. Lønnsveksten har også vært gjennomgående undervurdert fram til de siste årene, hvor anslagene har truffet noe bedre. De siste årene har veksten i KPI-JAE blitt lavere enn anslagene.

I tabell 4 gjengis gjennomsnittlig feil, gjennomsnittlig absoluttfeil (AAE⁹) og gjennomsnittlig, relativ feilprosent (RRMSE¹⁰). Dette er mål som oppsummerer hvor gode eller dårlige prognosene har vært gjennom perioden sett under ett. 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, og gir uttrykk for feilens størrelse i forhold til den faktiske veksten. Dette gir en mulighet til å sammenlikne størrelsen på prognosefeil over forskjellige variable. Tabellen oppsummerer målene på anslagsfeilene. Det er liten forskjell i anslagsfeil mellom de tre institusjonene.

Tabell 4. Gjennomsnittlig feil, gjennomsnittlig absoluttfeil (AAE) og gjennomsnittlig relativ feilprosent (RRMSE). Anslag fra Statistisk sentralbyrå (SSB), Finansdepartementet (FIN) og Norges Bank (NB). 1995–2005

	SSB	FD	NB
Vekst i BNP Fastlands-Norge			
Gjennomsnittlig feil	–1,18	–0,96	–0,96
AAE	1,20	1,13	1,04
RRMSE	0,48	0,39	0,41
Vekst i årslønn			
Gjennomsnittlig feil	–0,61	–0,83	0,03
AAE	0,95	1,15	0,85
RRMSE	0,23	0,27	0,21
Vekst i konsumpriser			
Gjennomsnittlig feil	0,22	0,36	0,31
AAE	0,55	0,65	0,54
RRMSE	1,26	1,58	1,75

Kilder: Finansdepartementet, Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank.

⁹ 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.

¹⁰ RRMSE (Gjennomsnittlig relativ feilprosent) er definert som $\sqrt{1/N \sum_{n=1}^N \left((y_n - \hat{y}_n) / y_n \right)^2}$ der y_n representerer den realiserte vekstraten og $\hat{y}_n$ er anslaget på vekstraten.

Nærmere om endringer i anslagene

Inflasjonsrapport 1/04

Internasjonal økonomi var etter hvert kommet inn i en tydelig oppgangskonjunktur som var konsentrert rundt USA, Asia og Øst-Europa. Anslagene for veksten hos Norges handelspartnere i 2005 ble nedjustert fra $2\frac{3}{4}$ prosent i den siste inflasjonsrapporten i 2003 til $2\frac{1}{2}$ i Inflasjonsrapport 1/04. Vi så for oss et jevnere konjunkturforløp ute.

I Norge var rentene satt ytterligere ned siden høsten 2003, og kronekursen hadde svekket seg. Samtidig var det nå tydelig at konjunkturedgangen hadde stoppet opp og veksten i økonomien hadde vært god flere kvartaler på rad. Med lave renter som en viktig drivkraft, hadde særlig husholdningssektoren bidratt til omslaget med solid vekst i privat konsum og boliginvesteringer.

På bakgrunn av en samlet vurdering av utviklingen i produksjon, sysselsetting og inflasjon ble anslaget på produksjonsgapet i 2002 og 2003 nedjustert i denne rapporten. Samtidig ble den potensielle veksten for norsk økonomi anslått noe høyere enn normalt for 2004. Mange bedrifter hadde satt i gang omfattende rasjonaliseringer, og på kort sikt så det ut til at produksjonen kunne økes uten tilsvarende vekst i sysselsettingen. Denne oppjusteringen bidro til at veksten i økonomien kunne være forholdsvis sterk uten at det slo ut i høyere kapasitetsutnyttning. BNP-veksten for Fastlands-Norge i 2005 ble anslått til $3\frac{1}{4}$ prosent, $\frac{1}{2}$ prosentpoeng høyere enn i forrige rapport. På grunn av lavere nivå på produksjonsgapet i utgangspunktet og høyere potensiell vekst i 2004, ble produksjonsgapet for 2005 likevel nedjustert noe.

Anslagene på prisstigning og lønnsvekst for 2005 ble ikke endret i forhold til rapporten før. Anslaget på KPI-JAE for 2004 ble derimot betydelig nedjustert etter det overraskende fallet i begynnelsen av 2004. Vi la til grunn at konkurransesituasjonen innen næringer som luftfart, teletjenester og dagligvarer ville normalisere seg slik at prisveksten kom opp på et høyere nivå igjen i 2005, men det ble trukket fram som en risiko at fortsatt sterk konkurranse i flere næringer kunne dempe prisveksten også lenger fremover.

I forhold til tidligere anslag la vi nå til grunn at prisstigningen på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta ville falle også i 2005, men ventet at fallet i kronekursen gjennom 2003 ville gi vekst i prisene på importerte konsumvarer målt i kroner.

Lønnsveksten for 2005 ble anslått til $4\frac{3}{4}$ prosent, samme vekstrate som i den siste rapporten fra 2003. Vi ventet at sysselsettingsveksten ville tilta utover i

2004 og inn i 2005, og at dette i sin tur ville bidra til at lønnsveksten tok seg opp og gi et bidrag til å øke prisveksten.

Inflasjonsrapport 2/04

Den internasjonale oppgangen fortsatte og ble bredere enn tidligere. Sterkere vekst ute enn lagt til grunn i Inflasjonsrapport 1/04 bidro til økte priser på olje og andre råvarer. Norsk økonomi var definitivt ute av nedgangsperioden, og inflasjonen hadde utviklet seg som ventet i den forrige inflasjonsrapporten. Anslaget for veksten i KPI-JAE for 2005 ble likevel nedjustert med $\frac{3}{4}$ prosentpoeng til $1\frac{1}{2}$ prosent. Flere faktorer bidro til denne betydelige nedjusteringen. Kronekursen hadde styrket seg, og terminrentene som lå til grunn for anslagene i denne rapporten, var litt høyere enn i forrige rapport. Den sterke kronekursen gjorde at vi ventet svakere vekst i prisene på importerte konsumpriser, selv om økte olje- og råvarepriser isolert sett trakk i motsatt retning. Noe høyere rente ga også utslag i litt lavere anslag på veksten i Fastlands-Norge for 2005, men produksjonsgapet ble fortsatt anslått til $\frac{1}{4}$ prosent på grunn av oppjustert vekst året før. Den lave prisstigningen gjennom 2004 var ventet å ville gi et mer moderat lønnsoppgjør i 2005, som igjen ville legge en demper på prisstigningen dette året.

Lederen kommenterte terminrentene som lå til grunn for anslagene i rapporten, og det ble sagt at «...renten holdes uendret lenger enn det som i dag forventes i markedet. Utsiktene til fortsatt lav inflasjon i Norge tilsier også at vi ikke skal ligge i forkant når rentene i andre land justeres opp.»

Inflasjonsrapport 3/04

Den globale veksten lå an til å bli den sterkeste på flere tiår. På tross av at solid etterspørselsvekst hadde ført til sterk økning i flere råvarepriser, var veksten i konsumprisene fortsatt lav i de fleste deler av verden. Økt internasjonal konkurranse, god produktivitsvekst og ledige ressurser kunne forklare den lave inflasjonen. Økt troverdighet rundt inflasjonsmål flere steder i verden ble også trukket fram som en mulig årsak.

Produksjonsutviklingen i norsk økonomi ble om lag som anslått i Inflasjonsrapport 2/04, og heller ikke inflasjonen avvek vesentlig. Sysselsettingsveksten hadde imidlertid ikke tiltatt like markert som ventet i de foregående rapportene. Anslaget på veksten i BNP for Fastlands-Norge i 2005 ble økt til $3\frac{1}{2}$ prosent i denne rapporten på bakgrunn av litt

lavere terminrenter og utsikter til høyere vekst i investeringer i boliger og i petroleumsutvinning. Det oppjusterte anslaget på produksjonsveksten fikk fullt gjennomslag i anslaget på produksjonsgapet, som nå ble ventet å komme opp i $\frac{3}{4}$ prosent i 2005.

På tross av oppjustert vekst og press i økonomien ble ikke inflasjonsanslaget endret. Det skyldtes særlig at det ikke var utsikter til at presset i økonomien skulle slå ut i høyere lønnsvekst. Prisene på norsk-produserte varer og tjenester hadde utviklet seg svakere enn ventet i forrige rapport, og vi forutsatte at økt konkurranse fortsatt ville bidra til å dempe prisutviklingen i tiden fremover. Kronekursen hadde styrket seg noe.

Inflasjonsrapport 1/05

Veksten ble litt svakere i deler av verden mot slutten av 2004 enn lagt til grunn i den forrige inflasjonsrapporten. Oljeprisen ble nok en gang vesentlig høyere enn antatt, men effekten på økonomisk aktivitet og priser syntes fortsatt svært liten i forhold til hva man kunne frykte fra beregninger basert på tidligere oljeprisoppganger. Ledig kapasitet i store deler av verdensøkonomien og lavere oljeintensitet i produksjonen kan ha vært viktige grunner til de små konsekvensene.

Også i Norge ble produksjonen litt svakere enn ventet i 2004. Sammen med nedjustert produksjonsgap i 2003, førte dette til at produksjonsgapet i 2004 nå ble anslått $\frac{1}{2}$ prosentpoeng lavere enn i forrige rapport, til $-\frac{3}{4}$ prosent. Vekstanslaget for 2005 ble imidlertid oppjustert til 4 prosent, slik at vår vurdering av kapasitetsutnyttingen dette året var uendret fra forrige rapport på $\frac{3}{4}$ prosent.

I begynnelsen av 2005 falt prisene på importerte konsumvarer klart mer enn anslått, mens innenlandske varer og tjenester utviklet seg på linje med det vi hadde ventet. Det var usikkert hvor mye av det overraskende prisleilet som kunne tilskrives unormale sesongsvingninger og hvor mye som eventuelt skyldes en svakere utvikling i de underliggende prisene. Likevel ble anslaget for KPI-JAE for 2005 redusert med $\frac{1}{2}$ prosentpoeng til 1 prosent for 2005.

Gjennom 2004 hadde sykefraværet falt markert. Dette bidro trolig til at produksjonen kunne øke forholdsvis sterkt uten at sysselsettingen tok seg opp tilsvarende. Sett i sammenheng med den lave prisveksten ville selv et moderat lønnsoppgjør – sett i forhold til stramheten i arbeidsmarkedet – gi forholdsvis høy reallønnsvekst.

Inflasjonsrapport 2/05

For våre handelspartnere lå det an til litt svakere BNP-vekst i 2005 enn tidligere antatt, særlig på

grunn av en nedjustering av vekstanslaget for Sverige. Selv om oljeprisen hadde steget til nye høyder, ble de internasjonale prisimpulsene målt i utenlandsk valuta anslått lavere enn i forrige rapport. Denne endringen skyldtes svak utvikling gjennom våren og tendenser til sterkere vridninger i importen enn lagt til grunn tidligere.

Produksjonsutviklingen i norsk økonomi var om lag på linje med anslagene i forrige rapport, men sysselsettingen hadde ikke økt som forventet. Forsinkede effekter av fallet i sykefraværet gjennom 2004 og økt bruk av utenlandsk arbeidskraft som ikke fanges opp i arbeidskraftundersøkelsen (AKU) kan ligge bak avviket mellom den faktiske utviklingen og tidligere anslag. Vi anslo i denne rapporten at økt bruk av utenlandsk arbeidskraft gjennom tjenesteimport ville erstatte noe innenlandsk produksjon, slik at veksten i BNP Fastlands-Norge ville bli $\frac{3}{4}$ prosent i inneværende år, $\frac{1}{4}$ prosentpoeng lavere enn anslått i forrige rapport.

Lønnsoppgjøret hadde resultert i lavere lønnsvekst enn vi tidligere hadde anslått, og lønnsveksten for 2005 så ut til å bli $\frac{3}{2}$ prosent, $\frac{1}{2}$ prosentpoeng lavere enn forventet i Inflasjonsrapport 1/05. Prisveksten hadde på sin side utviklet seg noe sterkere i første del av året enn vi tidligere hadde regnet med. Det var først og fremst prisene på norskproduserte varer og tjenester som økte litt mer enn vi hadde ventet. Siden anslaget på lønnsveksten samtidig ble justert ned, ble det ikke foretatt noen endringer av anslaget på KPI-JAE, som fortsatt var på 1 prosent.

Inflasjonsrapport 3/05

Internasjonalt hadde inflasjonen økt noe de siste månedene som følge av de høye oljeprisene. Vi så foreløpig ikke tegn til at de høye energiprisene forplantet seg til andre priser eller at arbeidstagerne ble kompensert i form av høyere lønnsvekst.

I Norge hadde konsumprisene utviklet seg på linje med anslagene i forrige rapport, men KPI-JAE ble påvirket av forholdsvis store svingninger i prisene på importerte konsumvarer gjennom sommeren og høsten.

Produksjonen utviklet seg også i tråd med tidligere anslag, men igjen ble det klart at sysselsettingen ikke steg like mye som vi hadde lagt til grunn. Avviket mellom arbeidsledigheten målt ved AKU og som registrert ledighet av Aetat ble stadig større. På bakgrunn av den moderate sysselsettingsveksten endret vi anslaget på potensiell vekst i 2005 fra $\frac{2}{2}$ til $\frac{2}{3}$ prosent. Siden anslaget på BNP-veksten for Fastlands-Norge forble uendret på $\frac{3}{4}$ prosent, innebar dette en nedjustering av gapet i 2005 til $\frac{1}{4}$ prosent.

Myntutgivelse markerer Ibsen-året

Etter William Shakespeare er Henrik Ibsen den dramatiske som er mest oppført gjennom tidene. Han er fremdeles like aktuell 100 år etter sin død, og har vel i større grad enn vi til daglig tenker over, bidratt til å skape vår norske identitet.

Markeringen av Ibsen-året blir samordnet av Nasjonalkomiteen for Ibsen-satsingen, som er nedsatt av Kulturdepartementet. Markeringen skal sette fokus på Henrik Ibsens litteratur og dramatikk og den enestående posisjonen han fremdeles har i Norge og internasjonalt.

Norges Bank utga 16. januar en 20-krone sirkulasjonsmynt med spesialpreg i anledning Ibsen-året. Mynten er tvungent betalingsmiddel. Den ordinære 20-kronemynten vil ikke bli preget med året 2006.

Myntens avers (forside) er utformet av Ingrid Austlid Rise, formgiver ved Det Norske Myntverket AS. Myntens revers (bakside) er utformet av billedhugger Nina Sundbye.

Preg

Advers:

H. M. Kong Harald Vs portrett i profil sett fra høyre. Rundt portrettet: HARALD V. NORGES KONGE. Til venstre for portrettets halsavsnitt: kunstnerens signatur: IAR. Under portrettet: året 2006 med Det Norske Myntverkets merke hammer og bergsjern til venstre og direktør Magne Flåans merke til høyre.

Revers:

Henrik Ibsen i helfigur i profil sett fra venstre, fremstilt i tiden – på vei både ut av og inn i noe. Motivet binder dermed også sammen både det som har vært og det som kommer. Til venstre for figuren: Henrik Ibsens egen signatur. Til høyre: 20 med KR rett under valørbetegnelsen. Nede til høyre for Ibsens frakk: kunstnerens signatur: NS.

Myntens data

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



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 til 17. mars

Rapporter/Publikasjoner

Inflasjonsrapport 1/2006 (16. mars 2006)

Tilbakeblikk på norsk pengehistorie. Konferanse 7. juni 2005 på Bogstad gård. Red. av Øyvind Eitrheim og Jan F. Qvigstad. Norges Banks skriftserie nr. 37 (7. mars 2006)

Forvaltning av investeringsporteføljen i valutareservene. Rapport for fjerde kvartal og året 2005 (3. mars 2006)

Forvaltning av Norges Banks pengemarkedsportefølje. Rapport for fjerde kvartal og året 2005 (3. mars 2006)

Forvaltning av petrobufferporteføljen i valutareservene. Rapport for fjerde kvartal og året 2005 (3. mars 2006)

Statens pensjonsfond – Utland. Årsrapport 2005 (28. februar 2006)

Economic Bulletin 3/2005 (23. desember 2005)

Penger og Kreditt 4/2005 (12. desember 2005)

Taler, foredrag og kronikker

Gjennomføringen av pengepolitikken

Kommentarer fra sentralbanksjef Svein Gjedrem ved fremleggelsen av rapporten Norges Bank Watch 2006, 9. mars 2006

Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 16. februar 2006 – årstalen

Prognoser, usikkerhet og valg av renteforutsetning i pengepolitikken

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Bergo på Samfunnsøkonomenes Forenings Valutaseminar, Sanderstølen, 27. januar 2006

Finansiell stabilitet og formuespriser

Foredrag av direktør Kristin Gulbrandsen på Samfunnsøkonomenes Forenings Valutaseminar, Sanderstølen, 26. januar 2006

Norges Banks aktive eierskap

Kronikk av Kai Dramer og Henrik Syse, Norges Bank Kapitalforvaltning, i Aftenposten, 17. januar 2006

Brev og uttalelser

Merknader til «Mål og rapportering – et innspill til Kredittilsynets neste strategiplan»

Brev av 25. februar 2006 til Kredittilsynet

Høring – informasjon om forslag til direktiv om betalingstjenester

Brev av 16. februar 2006 til Finansdepartementet

Høring – forslag om innføring av gebyr ved overtredelse av verdipapirhandelloven

Brev av 1. februar 2006 til Finansdepartementet

Høring – Nytt kapitaldekningsregelverk – utkast til lovendringer

Brev av 30. januar 2006 til Finansdepartementet

Høring – EU-kommisjonens grønnbok om erstatningssøksmål ved overtredelse av EF-traktaten art. 81 og 82

Brev av 30. januar 2006 til Fornyings- og administrasjonsdepartementet

Høring – Regler for opptak og notering av obligasjoner på ABM – Alternative Bond Market, herunder løpende forpliktelser

Brev av 30. januar 2006 til Oslo Børs

Høring om endringer i forskrift om årsregnskap m.m. for verdipapirforetak

Brev av 17. januar 2006 til Finansdepartementet

Behandling av garantier og kredittderivater ved beregning av kapitaldekning og store engasjementer

Brev av 13. januar 2006 til Finansdepartementet

Høring – om endringer i forskrifter om årsregnskap m.m. for banker, finansieringsforetak, samt for forsikringselskap

Brev av 22. desember 2005 til Finansdepartementet

Høring – forslag til forskrift om aksessorisk forsikringsagentvirksomhet

Brev av 21. desember 2005 til Kredittilsynet

Pressemeldinger

Norges Bank øker renten med 0,25 prosentenheter til 2,50 prosent (16. mars 2006)
 Avkastning 11,1 prosent på Statens pensjonsfond – Utland i 2005 (28. februar 2006)
 Penge- og kredittstatistikk (28. februar 2006)
 Norges Banks valutakjøp til Statens pensjonsfond – Utland i mars 2006 (28. februar 2006)
 Norges Banks regnskap for 2005 (16. februar 2006)
 Norges Banks valutakjøp til Statens pensjonsfond – Utland (tidligere Statens petroleumsfond) i februar 2006 (31. januar 2006)
 Penge- og kredittstatistikk (31. januar 2006)
 Norges Bank holder renten uendret (25. januar 2006)
 Norges Bank markerer Ibsen-året (9. januar 2006)
 Penge- og kredittstatistikk (30. desember 2005)
 Norges Banks valutakjøp til Statens petroleumsfond i januar 2006 (30. desember 2005)
 Norges Bank holder renten uendret (14. desember 2006)
 Penger og Kreditt nummer 4/2005 (12. desember 2006)

Rundskriv

Nr. 2/2006: Norges Banks regelverk for innlevering av sedler som kan stamme fra straffbare handlinger, jf. hvitvaskingslovens bestemmelser (2. mars 2006)
 Nr. 1/2006: Om Forskrift om gjennomføring av opplysningsplikt etter § 27 i sentralbankloven (10. januar 2006)
 Nr. 10/2005: Auksjonskalendere og opplegg for statspapirene 2006 (22. desember 2005)

Working Papers

Forecasting inflation with an uncertain output gap
Hilde C. Bjørnland, Leif Brubakk og Anne Sofie Jore. Working Paper 2006/2 (17. mars 2006)
 Evaluation of macroeconomic models for financial stability analysis
Gunnar Bårdsen, Kjersti-Gro Lindquist og Dimitrios P. Tsomocos. Working Paper 2006/1 (15. februar 2006)
 Monetary policy and exchange rate interactions in a small open economy
Hilde C. Bjørnland. Working Paper 2005/16 (15. desember 2005)

Staff Memo

Om fondering av pensjoner
Gunnvald Grønvik. Staff Memo 2/2006 (31. januar 2006)
 Market discipline issues in cross-border banking. A Nordic perspective
Thorvald Grung Moe. Staff Memo 1/2006 (12. januar 2006)

Annet

Oppsummeringer fra regionalt nettverk (17. mars 2006)
 Norges Banks balanse februar 2006 (14. mars 2006)
 Norges Banks balanse januar 2006 (23. februar 2006)
 Norges Banks balanse november 2005 (14. desember 2005)
 Oppsummeringer fra regionalt nettverk (15. desember 2005)

Det er opprettet en ny temaside for betalingssystemer. Samtidig er temasidene for finansiell stabilitet og sedler og mynter oppdatert.

Videooverføringer

Hovedstyrets rentebeslutning. Pressekonferanse (16. mars 2006)
 Statens pensjonsfond - Utland. Årsrapport 2005. Pressekonferanse (28. februar 2006)
 Sentralbanksjef Svein Gjedrem's årlige tale for representantskapets medlemmer og inviterte gjester (16. februar 2006)
 Hovedstyrets rentebeslutning. Pressekonferanse (25. januar 2006)

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. 17. mars 2006.

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

Periode	D-lån	F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd
	mrd.kr. ¹	mrd.kr. ¹	nominell rente ²	mrd.kr. ¹	nominell rente ²	mrd.kr. ¹
2004						
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
Mars	-	0,4	1,82	-	-	35,8
April	-	39,5	1,80	-	-	17,4
Mai	-	36,2	1,80	-	-	16,9
Juni	-	27,4	1,80	-	-	16,9
Juli	-	1,1	2,03	-	-	27,7
August	-	-	-	-	-	33,4
September	-	-	-	-	-	51,6
Oktober	-	28,9	2,07	-	-	20,0
November	-	27,0	2,30	-	-	17,9
Desember	-	16,0	2,30	-	-	23,6
2005						
Januar	-	1,6	2,29	-	-	30,1
Februar	-	-	-	-	-	38,3

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%
12.03.04–30.06.05:	3,75%	3,8%	1,75%	1,8%
01.07.05–02.11.05:	4,00%	4,1%	2,00%	2,0%
03.11.05–16.03.06:	4,25%	4,3%	2,25%	2,3%
17.03.06–	4,50%	4,6%	2,50%	2,5%

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, nr. 3/26. mars 2003 og nr. 8/20. oktober 2005)

Forskriften (vedtatt 25. april 2001/19. mars 2003/11. august 2005) 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:

- Norske og utenlandske obligasjoner og sertifikater
- Eierandeler i norske verdipapirfond
- F-innskudd
- Innskudd i annen sentralbank

Norges Bank fastsetter nærmere vilkår for sikkerhetsstillelse og generelle avkortingsverdier ved beregning av sikkerhetskravet. Norges Bank kan stille nærmere vilkår for å akseptere eller avvise sikkerhet og kan i særlige tilfelle godta annen sikkerhet eller fravike kravet til sikkerhet.

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

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 trukket gjennom dagen før hovedbokavslutning om kvelden.

Auksjonskalendere og opplegg for statspapirene 2006

Kalenderen for 2006 vil i hovedsak følge opplegget som er fulgt de siste årene. Det tas sikte på å avholde 14 auksjoner av statskasseveksler og 7 auksjoner av statsobligasjoner i 2006.

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 2006 gjelder følgende tidsplan for auksjoner av statspapirer:

Statskasseveksler

Offentliggjøring kl. 12.00:	Auksjon kl. 11.00:	Oppgjør kl. 07.00:
04.01.06	09.01.06	11.01.06
08.02.06	13.02.06	15.02.06
08.03.06	13.03.06	15.03.06
29.03.06	03.04.06	05.04.06
03.05.06	08.05.06	10.05.06
29.05.06	01.06.06	06.06.06
14.06.06	19.06.06	21.06.06
28.06.06	03.07.07	05.07.06
30.08.06	04.09.06	06.09.06
13.09.06	18.09.06	20.09.06
25.09.06	28.09.06	02.10.06
01.11.06	06.11.06	08.11.06
29.11.06	04.12.06	06.12.06
13.12.06	18.12.06	20.12.06

Statsobligasjoner

Offentliggjøring kl. 12.00:	Auksjon kl. 11.00:	Oppgjør kl. 07.00:
23.01.06	30.01.06	02.02.06
20.03.06	27.03.06	30.03.06
08.05.06	15.05.06	19.05.06
06.06.06	13.06.06	16.06.06
04.09.06	11.09.06	14.09.06
09.10.06	16.10.06	19.10.06
20.11.06	27.11.06	30.11.06

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

Tabeller

1. Norges Bank. Balanse
2. Norges Bank. Plasseringer for Statens pensjonsfond - utland
3. Banker. Balanse
4. Banker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
5. Banker. Resultat og kapitaldekning
6. Bankenes utlåns- og innskuddsrenter
7. Beholdninger av verdipapirer registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, pålydende verdi
8. Beholdninger av verdipapirer registrert i VPS fordelt på eiersektorer, markedsverdi
9. Kredittindikatorer og pengemengde
10. Husholdningenes finansregnskap
11. Konsumprisindekser

Norges Bank publiserer mer detaljert og oppdatert statistikk på Internett (www.norges-bank.no). Statistikkalenderen på internettsiden viser når nye tall fra enkeltstatistikkene frigis.

Standard tegn:

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

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

	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.01.2006
Eiendeler	1 134 756	1 287 865	1 744 575	1 762 553
Internasjonale reserver	250 941	268 360	318 163	308 081
Plasseringer for Statens pensjonsfond - utland	844 587	1 015 471	1 397 896	1 450 820
Andre fordringer	39 228	4 034	28 516	3 652
Gjeld og egenkapital	1 134 756	1 287 865	1 744 575	1 762 553
Gjeld til utlandet	51 963	51 167	63 333	64 565
Innskudd Statens pensjonsfond - utland	844 587	1 015 471	1 397 896	1 450 820
Skillemynt og sedler i omlop	46 249	47 595	51 910	48 320
Annen innenlandsk gjeld	145 744	126 330	162 814	128 240
Egenkapital og resultat	46 213	47 302	68 622	70 608

Kilde: Norges Bank

Tabell 2 Norges Bank. Plasseringer for Statens pensjonsfond - utland (Mill. kroner)

	31.12.2003	31.12.2004	30.09.2005	31.12.2005
Plasseringer i alt	844 587	1 015 471	1 280 530	1 397 896
Rentebærende verdipapirer	482 341	631 256	738 292	682 024
Aksjer	354 317	407 673	511 821	576 683
Utlån	287 042	380 117	474 743	558 979
Innlån	-298 603	-406 194	-443 772	-438 717
Annet	19 489	2 619	-554	18 927

Kilde: Norges Bank

Tabell 3. Banker. Balanse (Mill. kroner)

	31.12.2003	31.12.2004	30.11.2005	31.12.2005
Eiendeler	1 725 093	1 805 276	2 118 017	2 154 698
Kasse og innskudd	108 766	87 227	134 481	128 511
Sertifikater og obligasjoner	126 530	147 672	167 303	162 844
Utlån til publikum	1 186 014	1 303 655	1 482 242	1 542 644
Andre utlån	172 325	155 110	213 944	191 156
Andre fordringer	131 458	111 612	120 047	129 542
Gjeld og egenkapital	1 725 093	1 805 276	2 118 017	2 154 698
Innskudd fra publikum	786 055	844 782	922 562	928 057
Andre innskudd fra innlendinger	86 848	83 418	103 168	108 583
Innskudd fra utlandet	204 958	209 277	315 790	309 879
Sertifikat- og obligasjonslån	388 660	422 410	481 091	499 796
Annen gjeld	154 854	134 789	167 861	179 169
Egenkapital og resultat	103 718	110 600	127 545	129 214

Kilde: Norges Bank

Tabell 4. Banker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	31.12.2003	31.12.2004	30.11.2005	31.12.2005
Utlån	1 186 014	1 303 655	1 482 242	1 542 644
Kommuneforvaltningen	3 556	2 832	2 521	2 562
Ikke-finansielle foretak	360 921	362 765	422 799	436 944
Husholdninger	821 537	938 058	1 056 922	1 103 138
Innskudd	786 055	844 782	922 562	928 057
Kommuneforvaltningen	33 859	34 731	36 567	37 663
Ikke-finansielle foretak	238 910	268 049	296 995	314 742
Husholdninger	513 286	542 002	589 000	575 652

Kilde: Norges Bank

**Tabell 5. Banker. Resultat og kapitaldekning
(Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital)**

	2003	2004	3. kv 2005	4. kv 2005
Renteinntekter	5,8	4,2	4,2	4,4
Rentekostnader	3,9	2,4	2,6	2,7
Netto renteinntekter	1,9	1,8	1,7	1,7
Driftsresultat før tap	1,2	1,1	1,2	1,2
Tap på utlån og garantier	0,4	0,1	-0,1	-0,1
Resultat før skatt	0,7	1,1	1,3	1,3
Kapitaldekning	12,4	12,2	11,3	11,9
- herav kjernekapital	9,7	9,8	8,8	9,5

Kilde: Norges Bank

Tabell 6. Bankenes utlåns- og innskuddsrenter (Prosent p.a.)

	31.03.2005	30.06.2005	30.09.2005	31.12.2005
Utlån (1)	3,97	3,86	3,97	4,04
Innskudd (2)	1,30	1,30	1,48	1,62
Rentemargin (1-2)	2,67	2,56	2,49	2,42

Kilde: Norges Bank

**Tabell 7. Beholdninger av verdipapirer registrert i VPS fordelt på utstedersektorer.
Pålydende verdi (Mill. kr)**

	Rentebærende verdipapirer		Aksjer og grunnfondsbevis	
	31.12.2004	30.09.2005	31.12.2004	30.09.2005
Alle sektorer	668 847	708 247	124 989	131 431
Stats- og trygdeforvaltningen	200 748	199 622	0	0
Banker	223 892	251 296	31 195	31 605
Andre finansielle foretak	69 720	63 918	20 400	20 424
Statlige ikke-finansielle foretak	33 920	35 969	17 797	17 472
Private ikke-finansielle foretak	43 195	58 434	48 627	51 569
Andre innenlandske utstedere	73 517	72 494	197	197
Utlandet	23 855	26 515	6 772	10 165

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

**Tabell 8. Beholdninger av verdipapirer registrert i VPS fordelt på eiersektorer.
Markedsverdi (Mill. kr)**

	Rentebærende verdipapirer		Aksjer og grunnfondsbevis	
	31.12.2004	30.09.2005	31.12.2004	30.09.2005
Alle sektorer	699 548	739 959	1 065 067	1 489 791
Stats- og trygdeforvaltningen	46 211	42 808	336 151	475 318
Banker	107 537	118 157	18 432	17 935
Forsikringsselskaper og pensjonsfond	279 148	290 295	33 355	38 897
Verdipapirfond	67 576	73 794	38 868	52 898
Andre finansielle foretak	13 696	7 380	27 785	27 980
Private ikke-finansielle foretak	29 494	34 717	192 688	251 881
Husholdninger	31 189	33 534	60 919	78 615
Andre innenlandske eiere	52 000	47 685	12 878	16 840
Utlandet	72 697	91 590	343 992	529 427

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 9. Kredittindikatorer og pengemengde

	Beh., mrd. kr	Vekst siste 12 mnd. i prosent		
	31.01.2006	30.11.2005	31.12.2005	31.01.2006
Indikatoren for innenlandsk kreditt, K2	2 291	12,3	13,2	13,4
K2, husholdninger	1 404	13,2	13,4	13,2
K2, ikke-finansielle foretak	712	12,1	14,6	15,7
K2, Kommuner	175	6,3	6,7	5,9
Indikatoren for samlet kreditt, K3 ¹	2 624	9,8	...	...
Pengemengden M0	79	20,0	11,7	-6,6
Pengemengden M2	1 033	8,7	9,7	9,9
M2, husholdninger	591	6,7	4,6	4,7
M2, ikke-finansielle foretak	316	17,1	17,3	20,6

¹ Beholdning av K3 er angitt pr.30.11.2005

Kilde: Norges Bank

Tabell 10. Husholdningenes finansregnskap (Mrd. kr)

	2003	2004	3. kv 2004	3. kv 2005
Sedler og bankinnskudd	26,4	30,5	-15,4	-10,4
Aksjer og grunnfondsbevis	30,1	38,2	8,5	3,9
Andeler i verdipapirfond	4,1	1,1	-0,7	1,1
Forsikringstekniske reserver	49,6	48,0	12,4	11,5
Andre fordringer	34,1	26,8	12,2	15,6
Investeringer i finansielle eiendeler	144,4	144,6	17,0	21,6
Lån i banker	92,3	113,8	26,1	35,3
Andre lån	18,4	16,1	3,3	3,7
Annen gjeld	-3,0	1,5	-7,0	-6,6
Opptak av gjeld	107,7	131,3	22,4	32,5
Nettofinansinvesteringer	36,7	13,3	-5,5	-10,9

Kilde: Norges Bank

Tabell 11. Konsumprisindekser, årsvekst i prosent

	2004:12	2005:11	2005:12	2006:01
Norge (KPI)	1,1	1,8	1,8	1,8
Norge (KPI-JAE)	1,0	1,1	0,9	0,8
USA	3,3	3,5	3,4	...
Euroområdet	2,4	2,3	2,2	...
Tyskland	2,1	2,3	2,1	...
Storbritannia	3,5	2,4	2,2	...
Sverige	0,3	0,8	0,9	...

Kilde: Statistisk sentralbyrå og IMF

Tidligere tabeller i Penger og Kreditt

Fra og med nr. 1/2006 har tabellvedlegget i Penger og Kreditt fått redusert omfang. Oversikten under viser omfanget av tabellvedlegget til og med nr. 4/2005 med henvisning til hvor statistikken publiseres på Internett, der slik finnes.

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

<http://www.norges-bank.no/publisert/balanse/>

1. Norges Bank. Balanse

<http://www.norges-bank.no/front/statistikk/no/>

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

<http://www.ssb.no/emner/10/13/10/forsikring/>

8. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag
9. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag

<http://www.norges-bank.no/front/statistikk/no/>

- 10a. Verdipapirfondenes eiendeler. Markedsverdi
- 10b. Verdipapirfondenes andelskapital. Markedsverdi

Verdipapirstatistikk

<http://www.norges-bank.no/front/statistikk/no/>

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

Kreditt- og likviditetsutvikling

<http://www.norges-bank.no/front/statistikk/no/>

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

<http://www.norges-bank.no/cgi-bin/pml.cgi>

23. Pengemarkedets likviditet

Rentestatistikk

<http://www.norges-bank.no/stat/renter/renter.html>

24. Nominelle rentesatser i norske kroner

Ingen tilhørende internettpublisering fra Norges Bank

25. Kortsiktige rentesatser for utvalgte valutaer i euromarkedet

<http://www.norges-bank.no/stat/renter/renter.html>

26. Effektive renter på norske statsobligasjoner

Ingen tilhørende internettpublisering fra Norges Bank

27. Effektive renter på statsobligasjoner i utvalgte land

<http://www.norges-bank.no/front/statistikk/no/>

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

http://www.norges-bank.no/publikasjoner/finansiell_stabilitet/

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

Valutakurser

<http://www.norges-bank.no/stat/valutakurser/>

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

Ingen tilhørende internettpublisering fra Norges Bank

36. Internasjonale kursforhold

Utenriksøkonomi

<http://www.ssb.no/emner/09/03/ur/>

37. Utenriksregnskap for Norge

<http://www.ssb.no/emner/09/04/finansutland/>

38. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet

Internasjonale kapitalmarkeder

http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0512.htm

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

Valutahandel

<http://www.norges-bank.no/front/statistikk/no/vhandel/>

41. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner

Datagrunnlag er opphørt

42. Valutabanker. Totalposisjon i valuta

B-blad/Economique

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



Penger og Kreditt nr. 1 - mars - 2006