

Norges Banks system for å styre renten

Lars-Christian Kran, konsulent i Markedsoperasjonsavdelingen, Grete Øwre, kontorsjef i Avdeling for finansiell infrastruktur og betalingsmidler¹

I artikkelen gjør vi rede for hvordan Norges Bank foretar den praktiske implementeringen av pengepolitikken i pengemarkedet gjennom likviditetspolitikken. Likviditetspolitikken omfatter Norges Banks operasjoner i pengemarkedet for å påvirke banksystemets likviditet. Likviditetspolitikken skal være konsistent med de rentesignaler som Norges Bank gir i pengepolitikken og bidra til at endringer i signalrentene får bredt gjennomslag i de korte pengemarkedsrentene. Likviditetspolitikken skal også legge til rette for en effektiv gjennomføring av bankenes betalingsoppgjør i sentralbanken. Gjennomføringen av likviditetsoperasjonene skal ikke bidra til utslag i pengemarkedsrentene som kan skape uklarhet om Norges Banks rentesignaler.

Hovedtrekk ved likviditetspolitikken i Norge

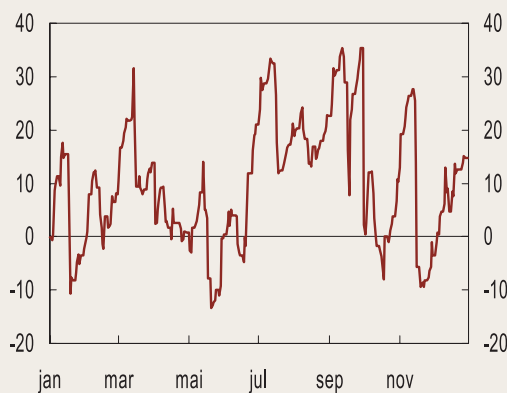
Alle banker etablert i Norge kan ha konto (foliokonto) i Norges Bank. Banksystemets likviditet er bankenes samlede innskudd på foliokonto i Norges Bank fra én virkedag til den neste. Banksystemets strukturelle likviditet er bankenes folioinnskudd i Norges Bank slik de ville vært uten sentralbankens tilførsel eller inndragning gjennom likviditetspolitiske instrumenter. Bankenes strukturelle likviditet gjennom et år varierer mellom betydelige lånebehov og betydelige innskudd i Norges Bank, jf figur 1.

Den strukturelle likviditeten påvirkes av en rekke autonome faktorer: Staten har sin konto for norske kroner i Norges Bank. Det innebærer at betalinger i norske kroner til og fra staten inkludert de statlige lånetransaksjonene (men ikke betalinger mellom staten og Norges Bank) direkte påvirker bankenes likviditet. Det kan ofte være betydelig usikkerhet om netto likviditetsvirkningen av statens inn- og utbetalinger på daglig basis. Norges Banks transaksjoner i valuta- og statspapirmarkedet og endringer i beholdning av sedler og mynt i sirkulasjon påvirker også bankenes likviditet.

I enkelte perioder har staten emittert sertifikater for å redusere strukturell overskuddslikviditet. Utover dette

er det ikke foretatt særskilte tiltak for å påvirke bankenes strukturelle likviditetssituasjon.

Figur 1 Bankenes strukturelle likviditetsposisjon i Norges Bank 2000 før Norges Banks likviditetspåvirkende transaksjoner. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Ved å tilføre og trekke inn likviditet ved bruk av F-lån og F-innskudd (for definisjon, se ramme), sørger Norges Bank for at banksystemet ved slutten av hver dag har folioinnskudd i Norges Bank i størrelsesorden 5–12 mrd

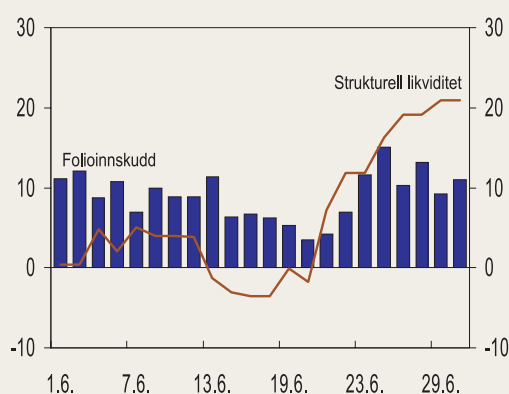
Sentrale begreper:

- ⇒ Styringsrente/signalrente: Den renten sentralbanken ønsker skal få bredt gjennomslag i de korte pengemarkedsrentene.
- ⇒ Stående fasilitet: Tilgjengelig låne- og innskuddsmulighet i en sentralbank. Kan benyttes av bankene på eget initiativ.
- ⇒ Foliorente: Rente på dagsinnskudd i Norges Bank. Foliorenten er Norges Banks styringsrente og danner gulvet for de korte pengemarkedsrentene.
- ⇒ D-lånsrente: Rente på overnattlån i Norges Bank.
- ⇒ F-lån: Lån (mot sikkerhet i verdipapirer) til fast rente og gitt løpetid. F-lånsrenten fastsettes normalt ved flerprisauksjon. Løpetiden på F-lån varierer og avhenger av likviditetssituasjonen.
- ⇒ F-innskudd: Innskudd til fast rente og med gitt løpetid. F-innskuddsrenten fastsettes normalt ved flerprisauksjon. Løpetiden på F-innskudd varierer og avhenger av likviditetssituasjonen.
- ⇒ Gjengkjøpsavtale: Avtale om salg og tilbakekjøp av verdipapir til på forhånd avtalte priser.
- ⇒ Valutaswap: Bytte av norske kroner mot utenlandsk valuta for en avtalt periode .

¹ Artikkelen bygger på et arbeid som ble utført mens Grete Øwre var rådgiver i Markedsoperasjonsavdelingen. Vi takker Marianne Isaachsen og Morten Jonassen for verdifulle bidrag til artikkelen. Vi takker Øyvind Eitrheim og Pål Winje for nyttige kommentarer.

kroner. Figur 2 viser den strukturelle likviditeten og folioinnskuddene etter Norges Banks likviditetspåvirkende transaksjoner i juni 2000. Norges Bank har tilført likviditet i form av F-lån i perioden 5. – 21. juni og trukket inn likviditet i form av F-innskudd fra 27. juni til begynnelsen av juli. Auksjoner av F-lån og F-innskudd bidrar til å gjøre utnyttelsen av de stående fasilitetene (folioinnskudd og dagslån) uavhengig av den strukturelle likviditeten, jf figur 2. Likviditetspolitikken bidrar til at de korteste pengemarkedsrentene vanligvis ligger like over foliorenten og gjør de uavhengige av bankenes strukturelle likviditet, jf figur 3 som viser pengemarkedsrentene i 1999 og 2000. Den høye tomorrow-next-renten over årsskiftet 2000–2001 i figuren skyldtes særskilte forhold i interbankmarkedet.

Figur 2 Bankenes strukturelle likviditet og folioinnskudd i juni 2000



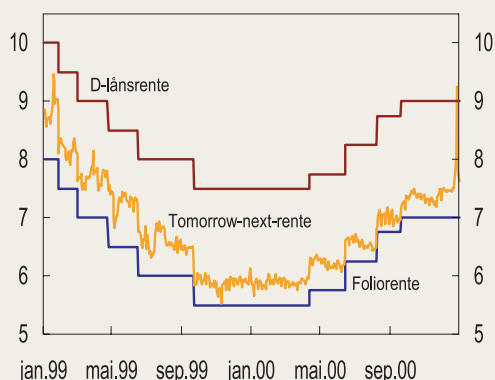
Kilde: Norges Bank

Norges Banks hovedstyre fastsetter rentene på sentralbankens automatiske innskudds- og låneordninger, og disse danner normalt en korridor for de korteste rentene i pengemarkedet. Rentene på Norges Banks F-lån og F-innskudd fastsettes normalt i markedet ved flerprisauksjon. Når Norges Bank sørger for at banksystemet samlet sett har innskudd på foliokonto i Norges Bank, er foliorenten bankenes marginale plasseringsrente. Foliorenten er dermed Norges Banks styringsrente. D-lånsrenten har begrenset pengepolitisk betydning. Renten på Norges Banks markedsoperasjoner og de korte pengemarkedsrentene blir liggende ganske nær folioinnskuddsrenten i bunnen av korridoren, mens det er ganske stor avstand opp til sentralbankens utlånsrente, jf figur 3.

I det norske interbankmarkedet har det etterhvert blitt færre deltagere. Når likviditeten er skjevt fordelt mellom bankene, kan enkelte få betydelig markedsmakt. Muligheten til dette begrenses imidlertid av at Norges Bank bidrar til vesentlig overskuddslikviditet i banksystemet, og at alle bankene kan delta i auksjonene av F-lån og F-innskudd. Auksjonene av F-lån og F-innskudd klareres ved en rente noe over foliorenten.

² ESB kan også bruke finstyringsoperasjoner med kortere løpetid.

Figur 3 Pengemarkedsrenter i Norge i 1999 og 2000



Kilde: Norges Bank

Likviditetspolitikken i andre land

Den europeiske sentralbanken

Banker i euroområdet er underlagt et reservekrav. Det innebærer at bankene i gjennomsnitt over en periode på en måned må holde 2% av et beregningsgrunnlag som innskudd i den europeiske sentralbanken (ESB). Beregningsgrunnlaget er definert så bredt at det i praksis er vanskelig å omgå. For å kunne oppfylle reservekravet må banksystemet samlet sett oppta lån i ESB. Bankvesenet er dermed i en strukturell låneposisjon.

Hver uke tilfører ESB likviditet ved å utstede gjenkjøpsavtaler (lån med sikkerhet i verdipapirer) med to ukers løpetid.² Opprinnelig var den faste renten på gjenkjøpsavtalene signalrenten til ESB. Siden 28. juni 2000 har renten på gjenkjøpsavtalene blitt fastsatt ved flerprisauksjoner med minimumsrente. Denne minimumsrenten er nå signalrenten til ESB.

Innskudds- og lånerenten på de stående fasilitetene til ESB utgjør en symmetrisk korridor rundt signalrenten på +/-1 prosentpoeng. Innestående til dekning av reservekravet ble fram til 28. juni forrentet med reporenten (signalrenten). Etter innføringen av flerprisauksjoner på repoene forrentes reservekravet med gjennomsnittet av laveste tildelingsrente ved auksjonene som er holdt i perioden. Innskudd utover reservekravet forrentes til foliorenten.

Likviditetstilførselen tilpasses slik at banksystemets samlede likviditet i beregningsperioden om lag tilsvare bankenes reservekrav. Målet for ESBs likviditetspolitikk er at overnatten-rentene i interbankmarkedet skal være stabile og nær signalrenten.

Federal Reserve

Federal Reserve (FED) har pålagt bankene et gjennomsnittlig reservekrav over en to ukers periode på 10% av gjennomsnittsnivået av innestående på «transactions

deposits». Bankene har imidlertid i stor grad flyttet innskudd fra konti som er underlagt reservekrav til konti som ikke er underlagt reservekrav. Reservekravet i USA har derfor relativt liten praktisk betydning. FED styrer i stor grad pengemarkedsrentene ved å annonsere et mål for federal funds-renten, som er overnatten-interbankrenten mellom de mest kredittverdige bankene i USA. Federal funds-renten er FEDs signalrente.

FED tilbyr daglig likviditet til bankene ved overnatten-repoer slik at stramheten i pengemarkedet understøtter det annonserte mål for federal funds-renten. I perioder med behov for likviditetstilførsel eller -inndragning over lengre perioder kan de tilby repoer med lengre løpetid eller kjøpe/selge statspapirer. Renten fastsettes ved flerprisauksjon. FED er lovmessig forhindret fra å gi rente på innskudd fra bankene (gjelder også reservekravet). Overtrekk skal i prinsippet ikke finne sted, og belastes med en rente 4 prosentpoeng over federal funds-renten.

Danmarks Nationalbank

Danmarks Nationalbank tilbyr ukentlig innskuddsbevis og lån med to ukers løpetid til én fast rente (signalrenten). Bankene velger selv hvor mye de ønsker å kjøpe av de to instrumentene og bestemmer således banksystemets overskuddslikviditet. Bankvesenet har ikke tilgang til en stående lånefasilitet over natten. Innskudd på foliokonto forrentes til foliorenten som alltid ligger lavere enn signalrenten og som danner et gulv i rentemarkedet. Avstanden fra foliorenten til signalrenten kan variere. 15. januar 2001 var den på 65 basispunkter. Dette begrenser bankenes etterspørsel etter lån i sentralbanken. Overnatten-interbankrenten ligger svært nær låne-/innskuddsrenten. Danmarks Nationalbank offentliggjør gode prognoser der nettolikviditetstilførsel eller -inndragning fra staten anslås for to måneder fremover.

Sveriges riksbank

Riksbanken har et mål om stabile overnatten-interbankrenter og null overskuddslikviditet i banksystemet hver dag. Siden 1997 har det svenske banksystemet hatt strukturell underskuddslikviditet. Riksbanken tilfører likviditet via ukesrepoer én gang i uken og ved overnatten-repoer ved slutten av hver dag. Riksbankens signalrente er énuke reporenten. Overnatten-repoene gjennomføres til samme rente. Riksbanken opererer med en korridor på 150 basispunkter mellom renten på folioinnskudd og dagslån. Korridoren er symmetrisk om signalrenten.

Bank of England

Bank of England (BoE) har i likhet med Sveriges riksbank et mål om stabile overnatten-interbankrenter og null overskuddslikviditet i makro hver dag. To ganger daglig tilbyr BoE likviditet via toukers gjenkjøpsavtaler som forrentes til signalrenten. I tillegg kan BoE, hvis bud-

givningen tidlig på dagen ikke har vært tilstrekkelig, to ganger mot slutten av dagen tilby overnatten-repoer til 100 – 150 basispunkter over signalrenten. Dette vil dermed være rentetaket i pengemarkedet. Innskudd på foliokonto i BoE forrentes ikke.

Schweizerische Nationalbank

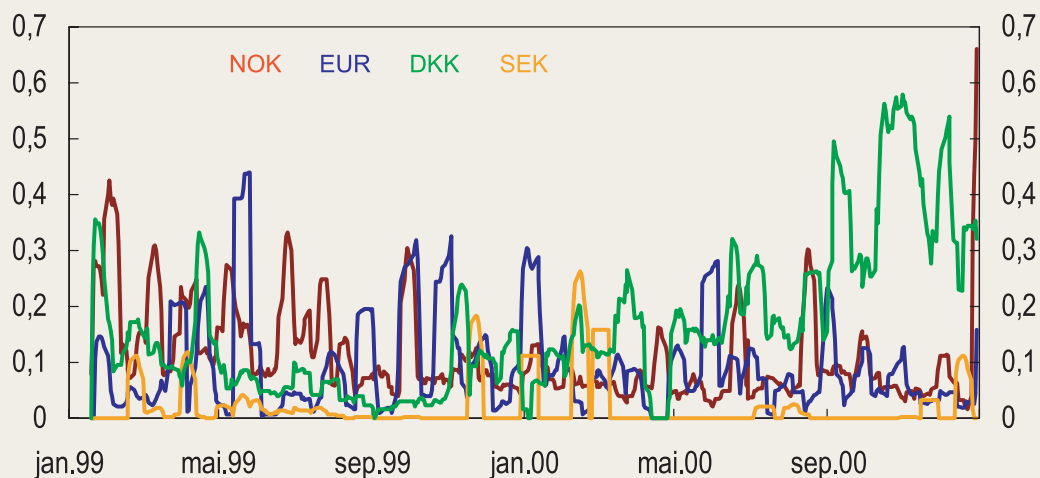
Sentralbanken i Sveits (SNB) bruker 3 måneders CHF LIBOR-rente som referanserente/signalrente. SNB annonserer en målsone på 100 basispunkter for 3 måneders CHF LIBOR og sin forventning om hvor i denne korridoren referanserenten vil ligge. Denne renten styres indirekte ved å tilføre eller trekke inn likviditet. SNB gjennomfører daglig repotransaksjoner med variabel rente fastsatt ved auksjon. SNB er imidlertid ikke aktiv i markedet for 3 måneders CHF LIBOR.

Sammenlikning av rentevolatilitet

Flere sentralbanker har et eksplisitt uttrykt mål om lav volatilitet i de korteste pengemarkedsrentene. Figur 4 illustrerer hvordan volatiliteten i tomorrow-next-renten i Sverige, Danmark, eurolandene og Norge har utviklet seg gjennom 1999 og fram til desember 2000. Volatiliteten er her målt ved standardavviket siste 10 dager.

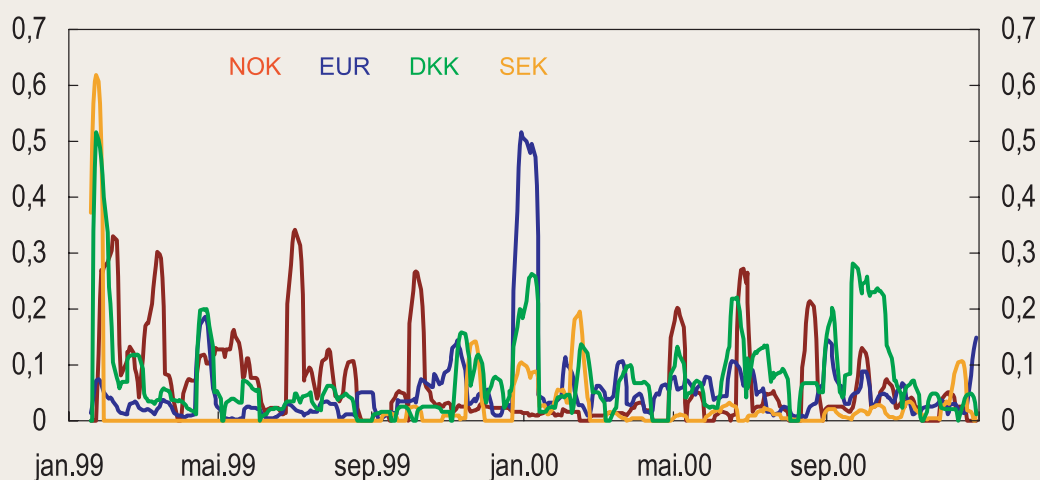
Figur 4 viser at Sverige har hatt en volatilitet nær null i tomorrow-next-renten i perioden bortsett fra i februar, mars og november 1999 og februar 2000, da Sveriges riksbank endret reporenten. I eurolandene er det stor volatilitet i tomorrow-next-renten mot slutten av hver beregningsperiode for reservekravet. Volatiliteten skyldes bl.a. usikkerhet blant bankene om ESB har tilført for mye eller for lite likviditet til at bankene oppfyller reservekravet. Usikkerheten innebærer at bankene har vært nødt til å benytte de stående fasilitetene de siste dagene av reservekravets beregningsperiode. Sammenligner en med tomorrow-next-renten i Norge i 1999, var volatiliteten noe større i Norge enn i eurolandene, Sverige og Danmark. Men det var særlig de fem rentereduksjonene fra Norges Bank som bidro til høyere volatilitet. Ser en bort fra rentereduksjonene, var ikke volatiliteten nevneverdig større i Norge enn i eurolandene og Danmark i 1999. I 2000 har volatiliteten vært svært lav hvis en ser bort fra tiden rundt renteøkningene fra Norges Bank. F-lån mot sikkerhet ble innført fra 1. september 1999 samtidig med at det ble lagt til rette for at bankene kunne stille et bredere utvalg verdipapirer som sikkerhet for sin låneadgang i Norges Bank. Dette økte bankenes evne til å delta i Norges Banks markedsoperasjoner og bidro trolig til nedgangen i volatilitet inn i 2000. Volatiliteten har vært relativt høy i Danmark i siste kvartal av 2000. Dette skyldes bl.a. hyppige renteendringer, intervensjoner i valutamarkedet og usikkerhet i forbindelse med utfallet av folkeavstemmingen om EMU.

Figur 4 Standardavviket til tomorrow-next-renten siste 10 dager



Kilde: Norges Bank og Datastream

Figur 5 Volatilitet i ukesrenten. Standardavvik siste 10 dager



Kilde: Norges Bank og Datastream

Volatiliteten i ukesrenten, jf figur 5, viser om lag samme bilde som volatiliteten i tomorrow-next-renten. Det kan se ut til at volatiliteten var noe større for den norske ukesrenten i 1999, også når vi ser bort fra periodene omkring renteendringer fra Norges Bank. I 2000 ser det ut til at volatiliteten er på linje med volatiliteten i Danmark og Euroland. Det svenske systemet, med finstyring mot null overskuddslikviditet i pengemarkedet og der finstyringsoperasjonene har rente lik signalrenten, synes å gi noe lavere volatilitet i korte pengemarkedsrenter enn andre likviditetsstyringssystemer.

Egenskaper ved det norske systemet sett mot alternative systemer

Norges Banks system for å styre renten har viktige likhetstrekk med systemene i andre land. Rentene på folioinnskudd og D-lån virker som en korridor for dagsrenten i pengemarkedet, og likviditet tilføres og trekkes inn ved flerprisauksjon av innskudd og lån som ytes mot sikkerhet. På en del andre områder skiller imidlertid Norges Banks likviditetspolitikk seg ut fra det som er vanlig internasjonalt.

Som det fremgår av artikkelen, benytter mange sentralbanker renten på markedsoperasjoner eller et mål for en markedsrente som signalrente. Norges Banks signalrente er innskuddsrenten, som er en stående fasilitet. Norges Bank har heller ikke regelmessige markedsoperasjoner. Bruken av en rentekorridor skiller seg ut ved at markedsoperasjonene skjer til renter mot bunnen av korridoren. En asymmetrisk korridor, som i Norge, bidrar isolert sett til å svekke insentivet til å omfordele likviditet i interbankmarkedet, fordi foliorenten normalt ligger så nær markedsrenten at bankene tjener lite på å plassere overskuddslikviditet i pengemarkedet. Et annet potensielt problem ved likviditetsstyringen i Norge er den betydelige usikkerhet som gjelder tidspunktet for og størrelsen på statlige betalinger. Norges Banks interne likviditetsprognoser er derfor relativt usikre, og likviditeten kan bli uventet stram eller rommelig enkelte dager. Dette kan trekke i retning av å vurdere alternative systemer med mer automatikk i banksystemets likviditetstilpassning.

Gjennomsnittsberegning av saldo på foliokonto eller gjennomsnittlig reservekrav

En gjennomsnittsberegning av saldo på foliokonto, eller et gjennomsnittlig reservekrav, kan redusere potensiell ustabilitet i de korte pengemarkedsrentene som følge av likviditetssvingninger.

En gjennomsnittsberegning av saldo på foliokonto innebærer at hvis saldoen i gjennomsnitt over en periode er negativ, belastes gjennomsnittet med D-lånsrenten. Hvis saldoen i gjennomsnitt over perioden er positiv, forrentes den til foliorenten. Bankene kan låne en dag på grunnlag av overskudd på egen konto tidligere eller senere i perioden. Så lenge bankene har positiv saldo i gjennomsnitt i perioden, kan de i realiteten låne over natten til foliorenten. Opptak av D-lån en eller flere dager vil da ikke bidra til utslag i de helt korte rentene. Dersom sentralbanken sørger for at banksystemet har overskuddslikviditet i perioden, vil bankenes marginale plassering være folioinnskudd i Norges Bank. Folioinnskuddet vil da være Norges Banks signalrente. Bankenes daglige låneadgang mot egen plussaldo vil bli begrenset av stille sikkerheter. Med en strukturell likviditet som svinger mellom positiv og negativ, kan gjennomsnittsberegningen bare innføres sammen med ad hoc markedsoperasjoner av den type Norges Bank har i dag.

Et system med gjennomsnittsberegning av foliokontoen ville svekke interbankmarkedet og neppe gjøre rentestyringen mer i tråd med internasjonal praksis. For å opprettholde aktiviteten i interbankmarkedet kunne gjennomsnittsberegning av saldo på foliokonto kombineres med en ramme for bankenes automatiske låneadgang. Men jo strammere lånerammene settes, jo mer svekkes effektiviteten med hensyn på å stabilisere de korte rentene.

Med et stort nok reservekrav vil banksystemet hele tiden bli avhengig av å ta opp likviditetslån i Norges Bank. I så fall kan Norges Bank tilføre likviditet ved regelmessige markedsoperasjoner. Rentene på markedsoperasjonene kan være fastsatt av sentralbanken, og være sentralbankens signalrente. Reservekravet kan gis samme rente som signalrenten. De regelmessige markedsoperasjonene kunne gjennomføres til en rente midt i korridoren slik at bankene får insitament til å fordele likviditeten seg imellom før de henvender seg til sentralbanken. Det ville representere en tilnærming til praksis i andre sentralbanker.

Et gjennomsnittlig reservekrav ville bidra til at kort-siktige svingninger i likviditeten innenfor beregningsperioden for reservekravet ikke får noen vesentlig effekt på de korteste pengemarkedsrentene. Et slikt system kan likevel føre til betydelige utslag i rentene ved slutten av beregningsperioden, jf. erfaringen fra ESB. Sentralbanken kan til en viss grad unngå slike renteutslag ved å gjennomføre finstyringsoperasjoner som søker å korrigere den over- eller underskuddslikviditeten som banksystemet har i beregningsperioden.

Et reservekrav ville bare omfatte bankene, noe som kan føre til konkurransemessige ulemper i forhold til andre typer finansinstitusjoner. Et bredt basert beregningsgrunnlag og et reservekrav som forrentes til tilnærmet markedsrente, ville redusere disse ulempene.

Finstyringsoperasjoner med samme dags virkning slik at banksystemets likviditet blir null hver dag

Et system med finstyringsoperasjoner innebærer at Norges Bank tilfører eller trekker inn likviditet slik at overskuddslikviditeten, dvs. innestående på foliokonto over natten, er om lag null hver dag. I tillegg til daglige finstyringsoperasjoner vil Norges Bank kunne tilføre eller trekke inn deler av den strukturelle likviditeten via markedsoperasjoner med lengre løpetid. Både instrumentene med lengre løpetid og finstyringsoperasjonene kan forrentes til styringsrenten. Hvis markedsoperasjonene gjøres til en rente midt i korridoren, blir de korteste pengemarkedsrentene også liggende om lag midt i sentralbankens rentekorridor. Da har bankene et sterkt insentiv til å omfordele likviditet seg imellom. Dette bidrar til at renten på markedsoperasjonene får bredt gjennomslag i pengemarkedet.

Felles for land som baserer seg på finstyringsoperasjoner og at banksystemets makrolikviditet skal være om lag null ved slutten av hver dag, er at staten enten ikke har konto i sentralbanken eller at finstyringsoperasjonene foretas etter at statens transaksjoner er sluttført. Med statens likviditetskonto i Norges Bank er et alternativ at transaksjoner over statens konto får en tidligere tidsfrist enn andre transaksjoner. Da kan Norges Banks finstyringsoperasjoner og bankenes

utjevning av likviditeten seg imellom finne sted før markedet stenger. Alternativt må Norges Bank få helt sikre prognoser over nettobevegelsene over statens konto slik at finstyringsoperasjonene kan gjennomføres før statens konto er avsluttet for dagen.

På bakgrunn av usikkerheten om tidspunktet for statlige inn- og utbetalinger er det lite realistisk å innføre finstyringsoperasjoner slik at bankenes likviditet hver dag blir om lag null. I tillegg er det ikke ønskelig å redusere statens handlefrihet i betalingsformidlingen ved å innskrenke oppgjørstidspunktene. Norges Bank kan derfor ikke basere seg på et system med utstrakt bruk av finstyringsoperasjoner. Det er ikke gitt at volatiliteten i de korteste pengemarkedsrentene hadde blitt mindre dersom staten hadde hatt sin konto i en eller flere norske banker. En slik løsning ville kunne gi enkelte aktører en større markedsrett i interbankmarkedet, og dermed kunne gi høyere volatilitet i de korteste pengemarkedsrentene.

Oppsummering

Gjennomgangen av andre lands system for å styre rentene, viser at det ikke er en enkelt modell som dominerer. Sammenliknet med andre land synes ikke rentevolatiliteten i Norge å være spesielt høy. Selv om systemet Norges Bank bruker og har brukt de senere år for å styre renten, har enkelte svakheter, fungerer det likevel godt i praksis. Det er godt innarbeidet blant markedsdeltakerne, og det synes ikke å være usikkerhet i markedet eller blant andre iakttagere om hva som er Norges Banks rentepolitikk.

Referanser:

Bank of England (1999): «Practical Issues Arising from the Euro», December 1999

Bank of England (1999): «Practical Issues Arising from the Euro», June 1999

Bank of England (1997): «Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets», February 1997.

Borio, Claudio E.V. (1997): «The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey», *BIS Economic Papers* No. 47

Cohen, Benjamin (1999): «Monetary policy procedures and volatility transmission along the yield curve», *Market liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications* report by the Committee on the Global Financial System, BIS.

Danmarks Nationalbank (1999): «Ændring af de pengepolitiske instrumenter», *Kvartalsoversikt* 1999 2, s 15–24

Federal Reserve (1997): «Open Market Operations in the 1990s», *Federal Reserve Bulletin*, November 1997, s 859–874

Schweizerische Nationalbank: (2000) «Monetary policy decisions of the Swiss National Bank for 2000» *Quarterly Bulletin* 4/1999 <http://www.snb.ch/e/geldpolitik/plan/geld_el.htm>

Sveriges riksbank (1996): «Riksbankens styrning av de korta räntorna». *Penning- och valutapolitikk* 4/1996, s 22–29

Winje, P og Aas L.E. (1997): Norges Banks likviditetspolitikk – og litt om andre land, *Penger og Kreditt* 2/1997, s 238–244