

Nr. 2 | 2009

Staff Memo

Renter og rentemarginer

Asbjørn Fidjestøl, Norges Bank Pengepolitikk

Staff Memos present reports on key issues written by staff members of Norges Bank, the central bank of Norway - and are intended to encourage comments from colleagues and other interested parties. Views and conclusions expressed in Staff Memos can not be taken to represent the views of Norges Bank.

© 2008 Norges Bank

The text may be quoted or referred to, provided that due acknowledgement is given to source.

Staff Memo inneholder utredninger som inngår i bankens arbeid med sentrale problemstillinger. Hensikten er å motta kommentarer fra kolleger og andre interesserte. Synspunkter og konklusjoner i arbeidene representerer ikke nødvendigvis Norges Banks synspunkter.

© 2008 Norges Bank

Det kan siteres fra eller henvises til dette arbeid, gitt at forfatter og Norges Bank oppgis som kilde.

ISSN 1504-2596 (online only)

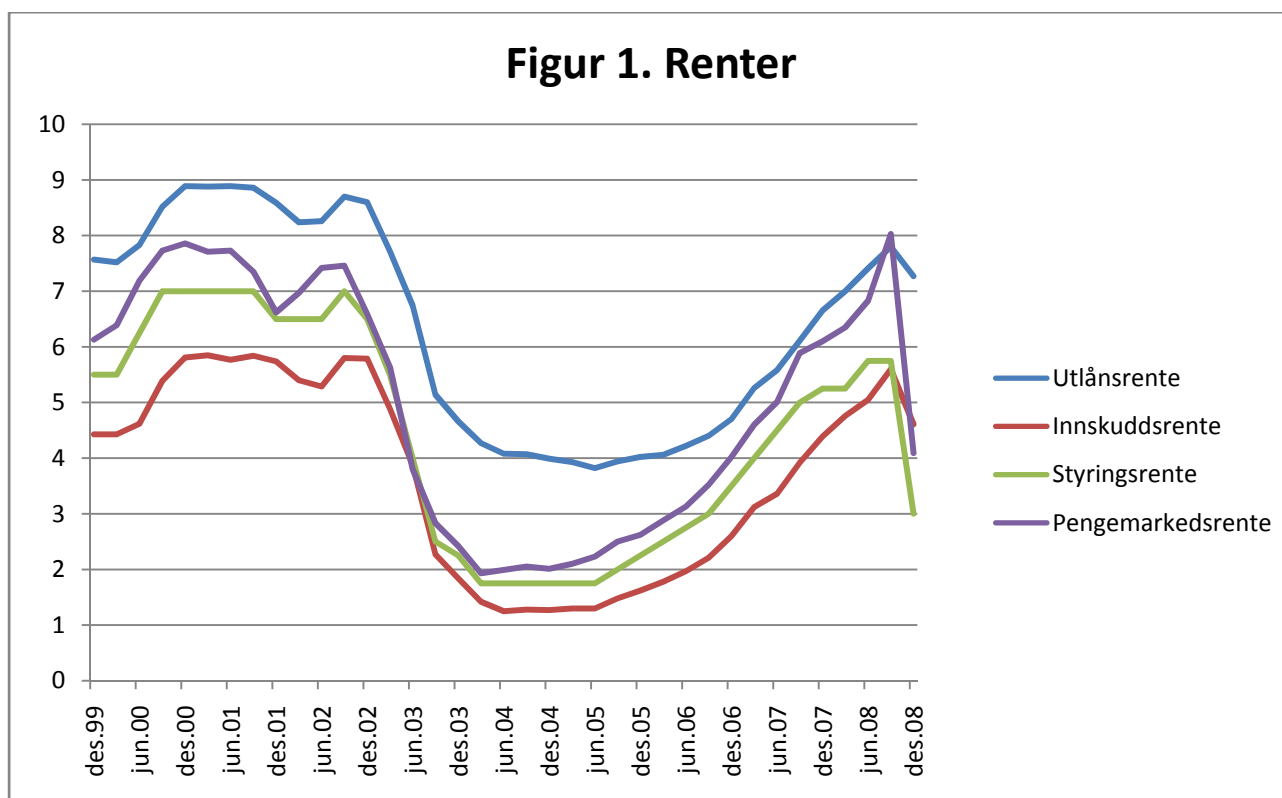
ISBN 978-82-7553-498-7 (online only)

Renter og rentemarginer

Asbjørn Fidjestøl, Norges Bank Pengepolitikk

Utlånsrente, innskuddsrente, styringsrente og pengemarkedsrente

Norges Bank setter styringsrenten som er renten på bankenes folioinnskudd i Norges Bank. Den sentrale renten i det norske pengemarkedet er 3-måneders NIBOR-rente som er renten på en 3-måneders plassering i interbankmarkedet. En stor del av bankenes finansiering utenom innskudd fra publikum skjer til denne renten. Under rolige forhold i finansmarkedene vil denne pengemarkedsrenten gjenspeile den forventede gjennomsnittlige styringsrente de neste 3 måneder med et mindre tillegg (0,2 – 0,3 prosentenheter), og endringer i bankenes utlåns- og innskuddsrenter blir vanligvis utløst av endringer i styringsrenten. Tillegget kan imidlertid variere over tid. Siden august 2007 har vi sett store variasjoner i dette tillegget. Siden en stor del av bankenes finansieringskostnader er knyttet til pengemarkedsrenten, vil bankene legge stor vekt på endringer i pengemarkedsrenten når de skal bestemme størrelsen på endringer i utlåns- og innskuddsrentene etter endringer i styringsrenten. Ved store endringer i tillegget kan bankene velge å foreta endringer i utlåns- og innskuddsrentene selv om det ikke har skjedd endringer i styringsrenten. Det har vi hatt eksempler på det siste halvåret.



Figur 1 som bygger på SSBs kvartalsvise rentestatistikk, viser utviklingen av utlånsrenten, innskuddsrenten, styringsrenten og pengemarkedsrenten fra utgangen av 1999 til utgangen av 2008. Selv om utlånsrenten gjennomgående er høyest, pengemarkedsrenten nest høyest, styringsrenten tredje høyest og innskuddsrenten lavest, varierer differansen mellom disse rentene sterkt over tid. Det er en tendens til at forskjellen mellom utlånsrenten og styringsrenten og forskjellen mellom utlånsrenten og pengemarkedsrenten er større når rentene er synkende enn når rentene er stigende, mens forskjellen mellom pengemarkedsrenten og styringsrenten er mindre når rentene er synkende enn når de er stigende. Ved utgangen av 3. kvartal 2009 var pengemarkedsrenten endog høyere enn utlånsrenten, men dette skyldtes nok i betydelig grad at økte risikopremier i pengemarkedsrenten bare delvis var veltet over på utlånsrenten.

I dette notatet drøftes om dette skyldes ulikt tidsforløp (tidslag) mellom disse rentene og om tidslag påvirker forløpet av fordelingen av rentemarginen mellom utlånsmargin og utlånsmargin. Vi drøfter først bakgrunnen for forskjellen i tidsforløp mellom pengemarkedsrenten og styringsrenten og deretter bakgrunnen for forskjellen i tidsforløp mellom styringsrenten og utlånsrenten. Ut fra dette trekker vi en konklusjon om forskjellen i tidsforløp mellom pengemarkedsrenten og utlånsrenten. På bakgrunn av resultatene av denne analysen introduserer vi tidslag mellom de ulike rentene. Med tidslag viser de ulike rentene et vesentlig mer parallelt forløp enn uten tidslag.

På bakgrunn av dette resultatet ser vi nærmere på utviklingen i innskudds- og utlånsrentemarginen siden 1999. Vanligvis defineres innskuddsmarginen som forskjellen mellom pengemarkedsrenten og innskuddsrenten mens utlånsmarginen defineres som forskjellen mellom utlånsrenten og pengemarkedsrenten. Innskudds- og utlånsmarginene viser sterk variasjon over tiden, mens den totale rentemargin har et mer jevnt forløp med en forholdsvis jevn reduksjon over perioden. Med introduksjon av lag får både innskuddsmarginen og utlånsmarginen et jevner forløp enn uten lag. Til slutt drøftes et opplegg der vi istedenfor pengemarkedsrenten bruker styringsrenten til å skille mellom innskudds- og utlånsmarginen.

Forskjellen i tidsforløp for de ulike rentene

Vi ser først på tidsforløpet for styringsrenten og pengemarkedsrenten. Forskjellen mellom pengemarkedsrenten og styringsrenten er gjennomgående mindre i perioder med synkende styringsrente enn i perioder med økende styringsrente. Dette har sammenheng med at pengemarkedsrenten under rolige forhold i pengemarkedet vil gjenspeile gjennomsnittlig forventet styringsrente de neste tre måneder med et forholdsvis konstant tillegg. Det er dette som kalles forventningshypotesen. Styringsrenten vil derimot bare gjelde fram til neste rentemøte, dvs. i maksimalt om lag seks uker. En forventning om at styringsrenten vil bli redusert på det neste rentemøte vil bidra til å redusere forskjellen mellom pengemarkedsrenten og styringsrenten. Tilsvarende vil en forventning om økt styringsrente bidra til å øke forskjellen. Siden sommeren 2007 er forskjellen mellom pengemarkedsrenten og styringsrenten økt sterkere enn det som kan forklares ut fra forventningshypotesen. Dette reflekterer at uroen i finansmarkedene har bidratt til økte risikopremier.

Utlåns- og innskuddsrentene har et nokså parallelt forløp. Siden utgangen av 1999 er imidlertid forskjellen mellom utlånsrenten og innskuddsrenten, rentemarginen, blitt redusert fra vel tre prosentenheter til vel to prosentenheter. Det er imidlertid forskjell i tidsforløp

mellom utlånsrenten og innskuddsrenten på den ene side og pengemarkedsrenten på den annen. Det er en tendens til at forskjellen mellom utlånsrenten og pengemarkedsrenten er størst når pengemarkedsrenten er avtakende og minst når pengemarkedsrenten er tiltakende. Dette gjenspeiler at endringer i pengemarkedsrenten (og styringsrenten) kommer før endringer i utlånsrenten.

Tidspunktet for endringer i innskudds- og utlånsrentene synes i de fleste tilfelle bestemt av tidspunktet for endringer i styringsrenten. En stor del av bankenes innlåning skjer til pengemarkedsvilkår. Uttalelser fra bankhold indikerer dessuten at utlånsrenten under normale forhold i første rekke bestemmes av pengemarkedsrenten. Det kan derfor være nærliggende å anta at størrelsen på renteendringene i første rekke bestemmes av endringen i pengemarkedsrenten siden forrige renteendring.

Ved en del lån til næringslivskunder følger utlånsrenten utviklingen pengemarkedsrenten med et påslag. Ved noen lån avtales at renten skal være fast i en viss periode. For de fleste lån er renten justerbar, men renteendringene skjer på diskrete tidspunkt. I de fleste tilfelle finner bankene det hensiktsmessig å kunngjøre renteendringer etter at Norges Bank har endret styringsrenten. For lån til forbrukere er det fastsatt i bankavtaleloven at det skal gå minst seks uker fra en bank kunngjør en renteøkning til renteøkningen kan tre i kraft. Det gjelder ikke en tilsvarende bestemmelse ved rentereduksjoner, men bankene praktiserer gjennomgående en slik seks måneders varlingsfrist også ved rentereduksjoner. Siden det dessuten ofte vil gå noen dager etter økningen i styringsrenten før banken får sendt ut et varsel til kundene, vil det normalt gå mer enn seks uker før en endring i styringsrenten reflekteres i bankenes utlånsrenter. Selv om det ifølge finansavtaleloven er en varslingsfrist på to uker ved reduksjon av innskuddsrenten overfor forbrukere, praktiseres gjennomgående en varslingsfrist på seks uker også for endringer i innskuddsrentene.

Som nevnt ovenfor, vil utviklingen i 3-måneders pengemarkedsrente under rolige forhold i finansmarkedet reflektere forventet utvikling i styringsrenten. I den grad forventningene slår til vil pengemarkedsrenten lede styringsrenten med om lag 1 ½ måned. Ut fra disse forutsetningene vil endringer utlånsrenten til forbrukere komme 1 ½ måneder etter endringer i styringsrenten og 3 måneder etter endringer i pengemarkedsrenten. Lån til forbrukere, i hovedsak boliglån, utgjør over halvparten av bankenes samlede utlån.

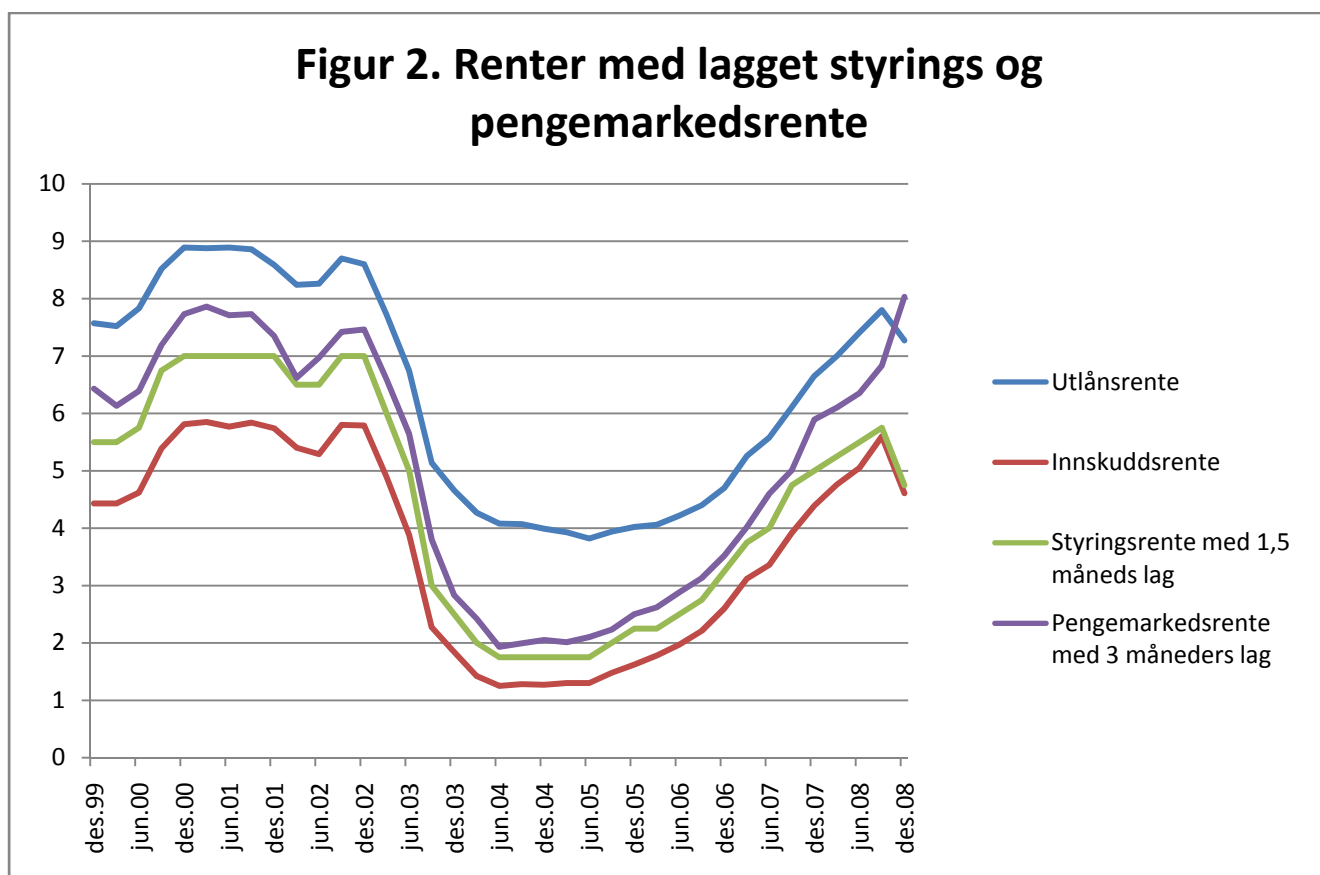
For lån til bedrifter er det ikke noen varslingsfrist for økninger i bankenes utlånsrenter. Renten på noen lån er dessuten knyttet mer direkte til 3-måneders pengemarkedsrente. Det synes likevel rimelig å anta at det i gjennomsnitt er et visst tidsetterslep mellom pengemarkedsrenten og styringsrenten på den ene side og utlånsrenten og innskuddsrenten til bedrifter på den annen side, men at dette tidsetterslepet er mindre enn for forbrukere.

Det er her ikke tatt hensyn at noen lån har rentebinding. Dette gjelder kun en mindre del av utlånene slik at det bare i beskjedne grad bidrar til å påvirke tidsetterslepet mellom pengemarkedsrenten og styringsrenten på den ene siden og bankenes utlåns- og innskuddsrenter på den annen. For øvrig vil renter for lengre løpetider normalt i stor grad reflektere forventningene om styringsrenten og pengemarkedsrenten framover.

Siden starten på uroen i internasjonale finansmarkeder sommeren 2007, har det vært vesentlig større svingninger i pengemarkedsrenten og andre renter. Differansen mellom pengemarkedsrenten og forventet styringsrente er blitt vesentlig større og mer variabel enn tidligere. Dette har ført til at endringer i styringsrenten i mindre grad enn i en mer normal

situasjon har hatt avgjørende betydning for timingen av og størrelsen på endringer i bankenes innskudds- og utlånsrenter. De store svingningene i pengemarkedsrenten har også ført til betydelige svingninger i differansen mellom utlånsrenten og utlånsrenten.

Av drøftingen ovenfor følger at det under normale forhold vil være en tidsavstand på noe under ett kvartal mellom endringer i pengemarkedsrenten og endringer i utlånsrenten og innskuddsrenten. Det vil også være en tidsavstand på noe under et halvt kvartal mellom endringer i styringsrenten og endringer i utlånsrenten og innskuddsrenten. I figur 2 illustreres at en vesentlig del av forskjellen i tidsforløp elimineres ved å legge inn et lag på ½ kvartal for styringsrenten og et kvartal på pengemarkedsrenten. Med slike lag blir utviklingen i de ulike rentene mer parallell. I slutten av 2008 ble både i styringsrenten og pengemarkedsrenten markert redusert. En del av denne reduksjonen fikk relativt raskt utslag i pengemarkedsrenten, slik at utlånsrenten ved utgangen av 4. kvartal 2008 var lavere enn pengemarkedsrenten kvartalet før.

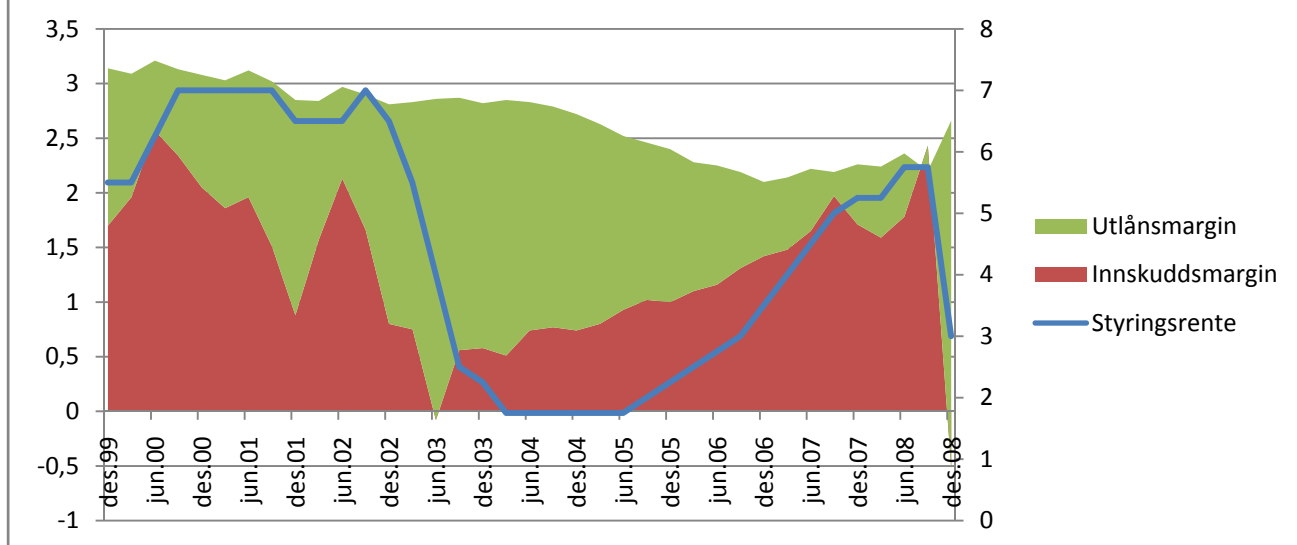


Rentemargin, utlåns- og innskuddsmargin

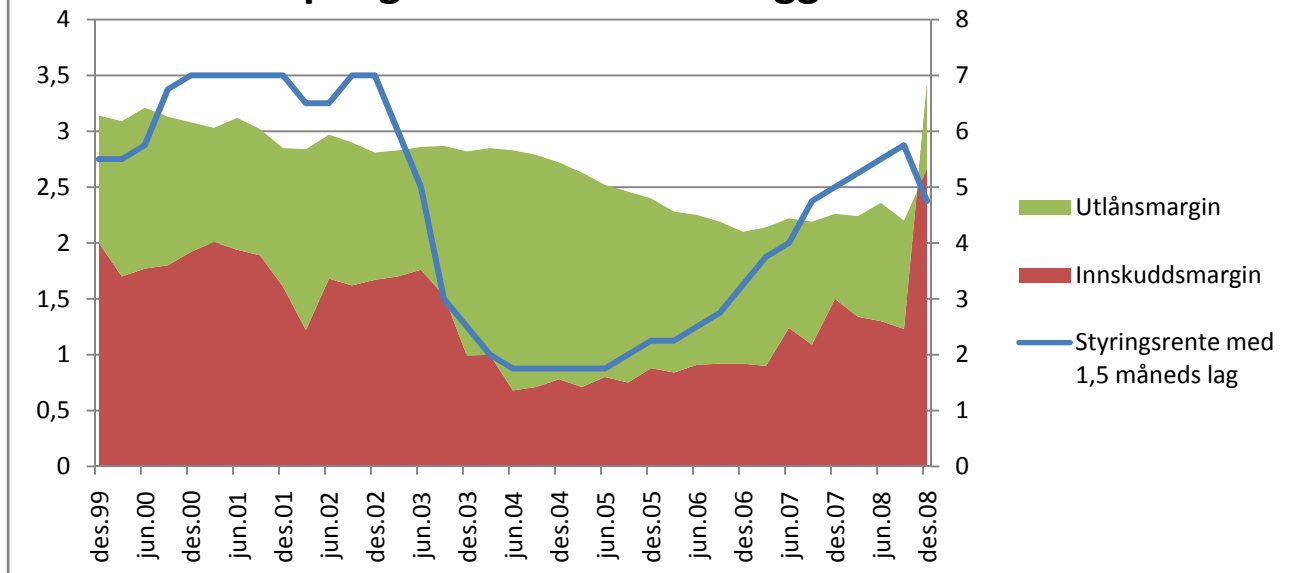
I det følgende er det sett nærmere på fordelingen av rentemarginen mellom innskuddsmargin og utlånsmargin. Alle figurene viser at den samlede rentemarginen, forskjellen mellom utlåns- og innskuddsrenten siden utgangen av 1999 har avtatt fra vel 3 prosentenheter til vel 2 prosentenheter. 3-måneders pengemarkedsrente brukes ofte til å dele rentemarginen i en innskuddsmargin og en utlånsmargin. I figur 3 er den vanlige delingen av rentemargin i innskuddsmargin og en utlånsmargin illustrert sammen med styringsrenten. Figur 3 indikerer at det har vært stor variasjon over tid i fordelingen av rentemarginen mellom utlånsmargin og innskuddsmargin. Fordelingen mellom utlånsmargin og utlånsmargin viser meget stor variasjon over tid også om en ser på tidsrommet før finanskrisen. I figur 4 er pengemarkedsrenten lagget 3 måneder. Dette gir et langt mer stabilt forhold mellom utlånsmarginen og innskuddsmarginen. Tendensen til at stigende rentenivå fører til fallende utlånsmargin og økende innskuddsmargin, og at fallende rentenivå fører til stigende utlånsmargin og fallende innskuddsmargin er langt mindre fremtredende enn i figur 3 samtidig som de kortsiktige variasjonene er mindre. Dette indikerer at beregning av utlåns- og innskuddsmargin ved hjelp av lagget pengemarkedsrente gir et bedre uttrykk for den underliggende utvikling av utlåns- og innskuddsmarginen, dvs. marginene i en situasjon med stabil rente, enn den vanlige beregningen av marginene.

I figur 5 er styringsrenten brukt til å fordele den samlede rentemargin mellom innskudds- og utlånsmargin. Variasjonen i utlånsmargin og innskuddsmargin er vesentlig mindre enn når en bruker pengemarkedsrenten til å fordele rentemarginen. Dette kan dels skyldes at styringsrenten har et noe mer stabilt forløp enn pengemarkedsrenten og dels at det er mindre og mer stabilt tidslag mellom endringer i styringsrenten og endringer i bankenes innskudds- og utlånsrenter. Som illustrert i figur 6 blir variasjonen i innskudds- og utlånsmarginen også i dette tilfellet redusert om det legges inn et lag, i dette tilfellet på 1 ½ måned, men innføring av lag har vesentlig mindre virkning her enn i tilfellet der en bruker pengemarkedsrenten til å dele rentemarginen i innskuddsmargin og utlånsmargin. Variasjonen blir særlig mye redusert i slutten av 2008 siden en reduksjon på 1 ¾ prosent i styringsrenten 17. desember først fikk konsekvenser for utlånsrentene etter årsskiftet.

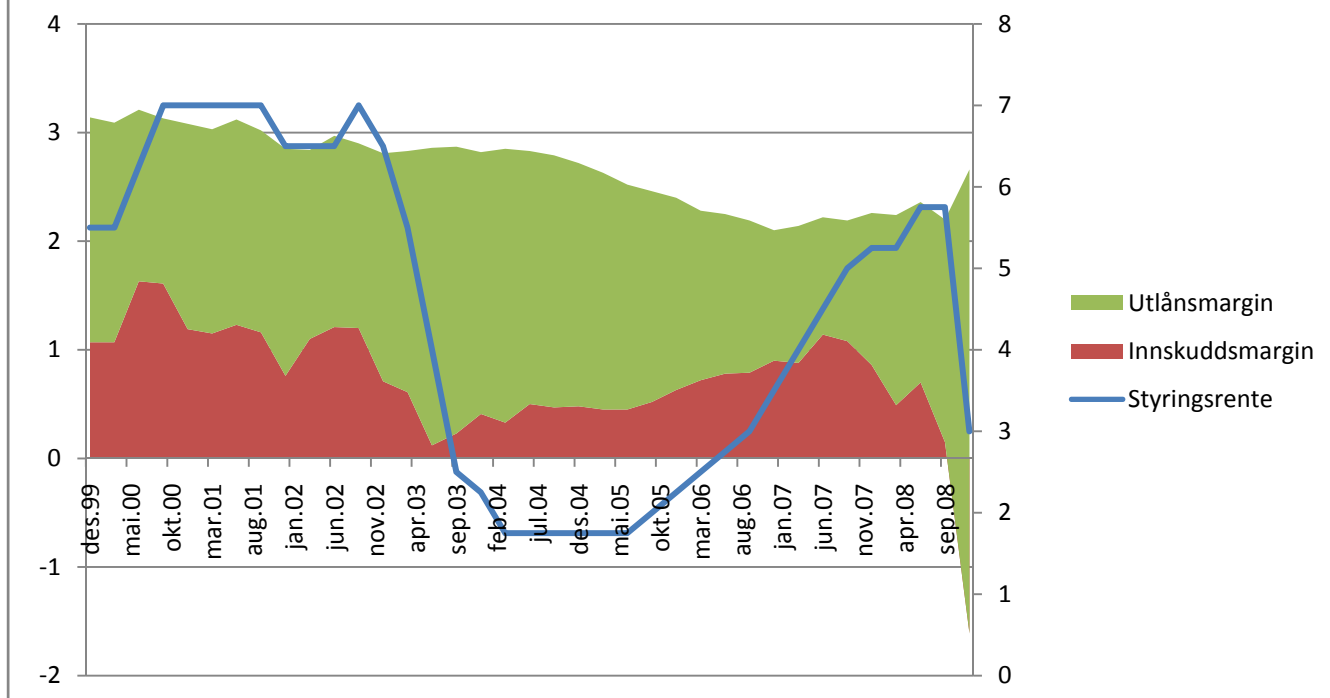
Figur 3. Innskudds- og utlånsrente mot pengemarkedsrenten



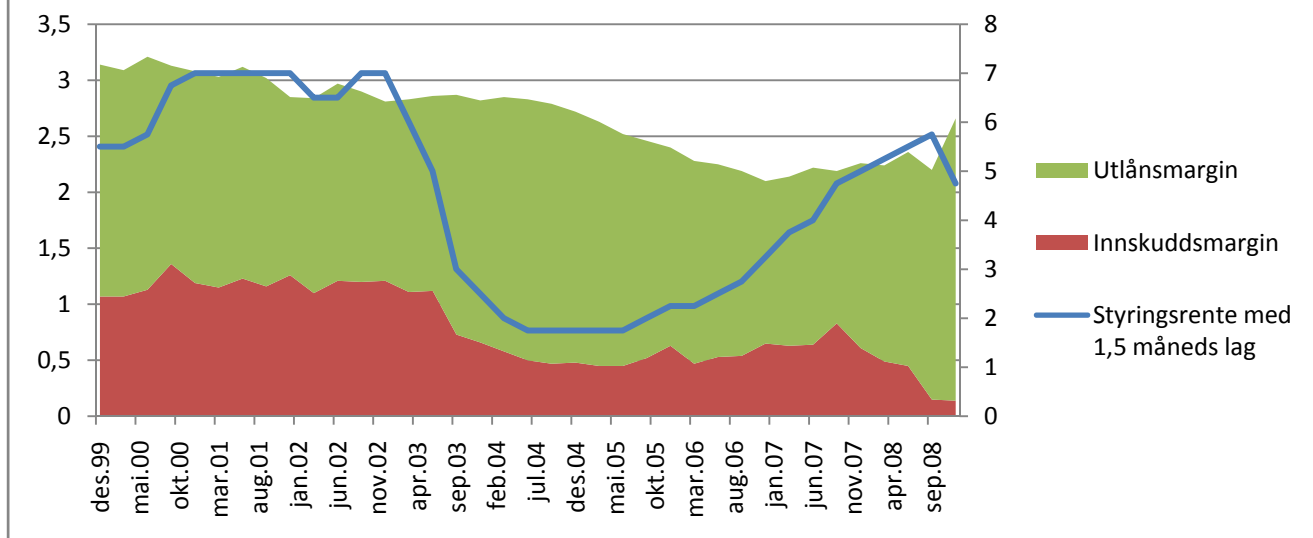
Figur 4. Innskudds- og utlånsmargin mot pengemarkedsrenten lagget 3 mnd.



Figur 5. Innskudds- og utlånsmargin mot styringsrenten



Figur 6. Innskudds- og utlånsmargin mot styringsrenten lagget 1,5 mnd.



Konklusjoner

Det er tidsforskyvning mellom endringer i styringsrenten, pengemarkedsrenten og innskudds- og utlånsrenten. Ifølge forventningshypotesen vil endringer i pengemarkedsrenten lede endringer i styringsrenten. Blant annet varslingsreglene for økninger i utlånsrenter til forbrukere fører til at endringer i innskudds- og utlånsrenten kommer etter endringer i styringsrenten og pengemarkedsrenten. Den grafiske analysen i dette notatet indikerer at det under normale forhold er nokså faste lag mellom de ulike rentene. Variasjonen i utlånsmarginen blir vesentlig mindre om det anvendes en 3-måneders pengemarkedsrente lagget 3 måneder enn om en tremåneders pengemarkedsrente uten lag brukes til å dele rentemarginen i innskuddsmargin og utlånsmargin. Variasjonen i utlånsmarginen er også betydelig mindre om en bruker styringsrenten til å dele rentemarginen i innskuddsmargin og utlånsmargin enn om en bruker 3-måneders pengemarkedsrente.

Den store variasjonen i utlånsmarginen beregnet på vanlig måte ved hjelp av 3-måneders pengemarkedsrente kan tale det ikke bør legges stor vekt på kortsiktige endringer i denne størrelsen. Det kan derfor være grunn til å legge hovedvekten på utviklingen av den totale rentemarginen som viser et relativt stabilt forløp. Dette gjelder i enda høyere grad ved svært lave renter der innskuddsmarginen kan bli svært liten slik at bankene for å opprettholde den totale rentemarginen må ha en forholdsvis høy utlånsmargin. Analysen ovenfor kan også indikere at andre beregningsmåter av utlånsmarginen enn den vanlige kan være mer velegnet til å illustrere den underliggende utvikling av utlånsmarginen.

En annen framgangsmåte som i betydelig grad eliminerer virkningen av lag er å ta utgangspunkt i renten for nye lån. Foreløpig har slike beregninger vært begrenset til renten på forholdsvis sikre boliglån. En fordel med beregningene som er foretatt av rentemarginen for slike boliglån er at dataene ikke er begrenset til kvartalsslutt, men slik at beregningene kan være mer à jour. På den annen side dekker bare beregningen bare boliglån med høy sikkerhet, mens beregningen av utlånsmargin på grunnlag av SSBs kvartalsstatistikk omfatter alle banklån.