

# Hvordan påvirker Norges Bank renteutviklingen?

**Sentralbanksjef Svein Gjedrem, Finansavisen 30. august 1999.**

De viktigste virkemidlene i pengepolitikken er Norges Banks renter og styringen av likviditeten i det norske banksystemet. I Finansavisens spalter har Norges Banks likviditetspolitikk vært omtalt og drøftet i vår- og sommermånedene. Jeg vil her gjøre rede for Norges Banks styring av rente og likviditet.

Norges Bank fastsetter renten på forretnings- og sparebankenes innskudd og lån over natten i sentralbanken. Norges Bank er oppgjørsbank for transaksjoner mellom bankene. Hver dag, ved dagens slutt når alle transaksjoner er gjort opp, vil eventuell overskuddslikviditet i banksystemet ende opp som innskudd på bankenes foliokonti i Norges Bank. Tilsvarende må bankene ta opp lån i Norges Bank over natten om det er for lite likviditet i banksystemet.

De mest kortsiktige pengemarkedsrentene – de som gjelder fra en dag til en annen – er prisen for å ha likviditet til rådighet. Endringer i Norges Banks innskudds- og utlånsrenter vil normalt ha sterkt gjennomslag i disse rentene. Bankene har automatisk adgang til å låne og til å plassere all ledig likviditet på foliokonto i Norges Bank. De mest kortsiktige markedsrentene vil derfor normalt ikke falle under Norges Banks innskuddsrente eller overstige Norges Banks utlånsrente. Er det rikelig tilgang på likviditet, vil markedsrenten falle ned mot Norges Banks innskuddsrente. Tilsvarende vil den stige opp mot Norges Banks utlånsrente om det er knapphet på likviditet.

Dersom Norges Banks prognoser for utviklingen i bankenes likviditet fra dag til dag tyder på at bankene samlet vil få underskudd eller betydelig overskudd av likviditet, vil sentralbanken tilføre eller inndra likviditet ved såkalte markedsoperasjoner. Da får bankene tilbud om lån eller innskudd, vanligvis med løpetid fra noen dager opp til en uke. Renten på den likviditet som tilføres eller inndras ved markedsoperasjoner fastsettes som hovedregel ved auksjon. Renten som dannes vil normalt ligge mellom innskuddsrenten og utlånsrenten.

Norges Bank benytter seg av såkalte F-innskudd (fastrente-innskudd) for å inndra likviditet. Banken har tre ulike typer markedsoperasjoner for å tilføre likviditet. Disse kalles F-lån, gjenkjøpsavtaler og valutaswapper. Forskjellen er blant annet hvilken sikkerhet Norges Bank krever at bankene stiller for lånet. I en gjenkjøpsavtale må bankene stille verdipapirer som sikkerhet. I en valutaswap tilføres bankene kronelikviditet i bytte med utenlandsk valuta. F-lån har til nå vært gitt uten sikkerhet, men fra 1. september må bankene stille sikkerhet også for slike lån.

## **Norges Banks likviditetsstyring våren 1999**

De senere årene har Norges Bank lagt vekt på at tilgangen på likviditet i banksystemet skal være relativt stabil og at bankene samlet skal ha innskudd på foliokonti. Denne linjen vil videreføres. Figur 1 viser at tilgangen på likviditet samlet sett har vært relativt stabil. Folioinnskuddene har hittil i år ligget rundt 7 milliarder kroner i gjennomsnitt. I april og mai var innskuddene noe større. Det er således ikke dekning for å hevde, slik enkelte har gjort, at Norges Bank strammet til likviditeten i bankene i vårmånedene. Det kan imidlertid oppstå situasjoner der enkelte banker opplever likviditeten som stram, for eksempel dersom likviditeten er skjevt fordelt og omfordelingen av likviditet mellom bankene ikke fungerer tilfredsstillende.

Norges Bank ønsker sikkerhet for de lånene som blir ytet. Siden 20. november 1998 har det vært praksis at renten på F-lån fastsettes gjennom et påslag i renten i forhold til den senest gjennomførte gjenkjøpsavtale. Dersom bankene likevel skaffer seg likviditet gjennom usikrede F-lån vil de få høyere

lånekostnader enn om de velger sikrede transaksjoner. Norges Bank økte dette påslaget i desember 1998 og i april i år for å styrke etterspørselen etter sikret kreditt.

I mange andre land fastsetter sentralbanken renten på den likviditet som tilføres ved markedsoperasjoner og gir ved det signal om det nivået de ønsker for markedsrentene. Norges Bank har valgt ikke å gi rentesignaler på den måten. Norges Bank utøver pengepolitikken gjennom å fastsette rentene på bankenes innskudd og lån over natten i sentralbanken, ikke ved å endre prisene på likviditeten som gis ved markedsoperasjoner. Økningen av påslaget på F-lån i april var fra Norges Banks side en rent teknisk sak der formålet var å øke omfanget av sikret kreditt fremfor usikrede F-lån.

### **Sammenhengen mellom Norges Banks renter og renter med lengre løpetid**

Renten på plasseringer i pengemarkedet med lengre løpetider enn en dag vil være påvirket av forventningene om utviklingen i Norges Banks renter framover. Renten på plasseringer som forfaller om en uke, vil være en sammenveing av forventede renter på plasseringer av en dags varighet i dagene fram til forfall. Tilsvarende vil renten på tre-måneders plasseringer reflektere både gjeldende og forventede framtidige dagsrenter. Hvis aktørene tror Norges Bank vil sette ned rentene i løpet av de kommende uker, vil rentene på tre måneders plasseringer være lavere enn rentene for kronefordringer med kortere løpetid. Norges Banks rentesetting vil derfor ha gjennomslag i pengemarkedsrentene gjennom de faktiske rentene og gjennom markedets forventninger om framtidig rente.

Figur 2 viser utviklingen i Norges Banks renter og rentene i pengemarkedet for kronefordringer med henholdsvis en ukes og tre måneders løpetid. Norges Bank har satt ned sine renter fire ganger i år, hver gang med ½ prosentpoeng. Gjeldende innskuddsrente er 6 prosent, utlånsrenten er 8 prosent. Figuren viser at de kortsiktige pengemarkedsrentene har falt omtrent like mye.

Fallet i tremånedersrenten var størst i første kvartal. I andre kvartal endret tremånedersrenten seg lite til tross for at Norges Bank satte ned sine renter både i april og juni. Det kan ha sammenheng med at rentenedsettelsene i april og juni var forventet og allerede tatt hensyn til i de lengre markedsrentene. I tillegg ble forventningene om nye rentereduksjoner dempet fram mot sommeren. I tredje kvartal har pengemarkedsrentene igjen falt noe, selv om Norges Bank ikke har endret sine styringsrenter. Det kan ha sammenheng med forventninger om nye rentekutt.

I det såkalte FRA-markedet omsettes kontrakter som gjelder framtidige renter. I dette markedet kan aktører låne eller plassere penger fra et framtidig tidspunkt til en rente som avtales når kontrakten inngås. Slike framtidige renter vil avspeile markedets forventninger om renteutviklingen. For eksempel vil den renten som i dag tilbys på en tremåneders FRA-kontrakt med forfall i september gi informasjon om hva aktørene tror tremånedersrenten vil være i september. Når renteforventningene endres, endres også rentene som tilbys i FRA-markedet. Den tykke kurven i figur 3 viser utviklingen i renten på tre-måneders lån som skal løpe fra 15 september, basert på prisene som ble stilt i FRA-markedet fra mars til juni i år. I første halvdel av april var denne renten 5,1 prosent. To måneder senere var den om lag 0,7 prosentpoeng høyere. Figuren illustrerer at aktørene også i juni ventet fall i rentene i andre halvår, men at forventet reduksjon var vesentlig mindre enn i april. Endringene i renteforventningene kan trolig i stor grad forklare hvorfor de lengre pengemarkedsrentene holdt seg oppe i andre kvartal til tross for at Norges Bank reduserte sine renter. Den tynne kurven i figur 3 viser renten på tre-måneders lån som skal løpe fra 15. desember. Kurven viser at denne renten steg fram til begynnelsen av tredje kvartal. Deretter lå den nokså stabilt fram til august da den igjen falt noe fram mot møtet i Norges Banks Hovedstyre 25. august.

Pengepolitikken har innvirkning på aktiviteten i norsk økonomi ved at Norges Banks styringsrenter – via pengemarkedsrentene – påvirker rentenivået i bankene. Når Norges Bank øker sine styringsrenter, vil det normalt føre til høyere pengemarkedsrenter. Siden bankene i stor utstrekning finansierer sine utlån gjennom pengemarkedet, vil det i sin tur gi økte lånekostnader for bankene. Det vil normalt resultere i en oppjustering av rentesatsene på innskudd fra og utlån til husholdninger og bedrifter.

I løpet av august i fjor økte Norges Bank styringsrentene tre ganger med til sammen tre prosentpoeng. Bankene fulgte nokså raskt etter og økte sine utlånsrenter tilsvarende. Hittil i 1999 har Norges Bank redusert styringsrentene med til sammen to prosentpoeng, ett prosentpoeng i første kvartal og ett i andre kvartal. Fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år falt bankenes utlånsrenter noe mer enn tremånedersrenten i pengemarkedet og betydelig mer enn Norges Banks styringsrenter. Det skyldtes trolig konkurransen mellom bankene kombinert med sterke forventninger om ytterligere rentefall. Justeringen av forventningene i andre kvartal (jf. figur 3) som bidro til at pengemarkedsrentene holdt seg oppe, kan ha ført til at bankenes utlånsrenter da falt mindre enn Norges Banks styringsrenter, men det foreligger ikke statistikk for dette ennå.

### **Lange renter og tilliten til pengepolitikken**

Dersom det er tillit til pengepolitikken, vil endringer i Norges Banks renter i liten grad slå gjennom i rentene på langsiktige kronefordringer. Da vil de langsiktige rentene først og fremst være bestemt av det langsiktige realavkastningskravet på kapital som bestemmes i et internasjonalt kapitalmarked. Svikter tilliten til den økonomiske politikken for eksempel fordi Norges Bank setter renten så lavt at det oppstår forventninger om inflasjon og ustabil valutakurs, vil de langsiktige rentene stige. For å plassere i kronefordringer vil det da kreves et tillegg i renten som svarer til summen av forventet inflasjon og økt risikopremie. Lav troverdighet må på denne måten betales med ustabil valutakurs, store risikopremier og unødvendig høy rente.

Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken har derfor betydning for hele rentekurven. Kortsiktige renter gjenspeiler forventningene om rentesettingen på kortere sikt, mens langsiktige renter i større grad gjenspeiler internasjonale forhold og graden av tillit til pengepolitikken.