

Sentralbankens likviditetspolitikk i en oljeøkonomi

Asbjørn Fidjestøl, direktør i Norges Bank Pengepolitikk¹

Norges Banks virkemiddel for å nå målet om lav og stabil inflasjon er fastsettelse av styringsrenten, renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Men hvordan får Norges Banks rentebeslutninger gjennomslag i markedrentene? Det skjer gjennom likviditetspolitikken. Likviditetspolitikken skal sørge for at bankene til enhver tid har tilstrekkelig store innskudd i Norges Bank, slik at de kortsiktige pengemarkedsrentene blir liggende like over renten bankene får på sine innskudd i Norges Bank. Norges Bank bruker auksjoner av F-lån – lån med fast rente og varierende løpetid, gitt mot pantesikkerhet – som instrument i likviditetspolitikken. Ordningen for kanalisering av statens petroleumsinntekter til Statens pensjonsfond – Utland spiller en stor rolle for gjennomføringen av likviditetspolitikken. Likviditetspolitikken har også en rolle ved uro i finansmarkedene.

1 Innledning

Interessen for pengepolitikk i norsk offentlighet er i stor grad konsentrert om Norges Banks rentebeslutninger og virkningen av disse beslutningene på bankenes utlåns- og innskuddsrenter. Norges Bank fastsetter styringsrenten, som er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

Tema for denne artikkelen er hvordan Norges Bank gjennom likviditetspolitikken sørger for at banksystemet under ett har netto innskudd i Norges Bank, slik at de kortsiktige pengemarkedsrentene, blant annet rentene på lån bankene imellom, blir liggende like over styringsrenten. På denne måten sørger Norges Bank for at endringer i styringsrenten påvirker bankenes finansieringskostnader. Slike endringer i bankenes finansieringskostnader fører vanligvis til at bankene også endrer sine innskudds- og utlånsrenter.

Norges Bank er både statens og bankenes bank. Statens inntekter og utgifter fører til at innskudd daglig flyttes mellom bankenes konti og statens konto. Dette fører til store svingninger i bankenes innskudd i Norges Bank gjennom året. Ordningene for betaling av petroleumsskatt og for kanaliseringen av statens petroleumsinntekter er særlig viktige for gjennomføringen av likviditetspolitikken og behandles derfor særskilt i siste del av artikkelen. Likviditetspolitikken bidrar til å nøytralisere virkningen av svingningene i bankenes innskudd i Norges Bank. Derved bidrar likviditetspolitikken til at også virkningen av svingningene på de kortsiktige pengemarkedsrentene blir nøytralisert.²

2 Mål og virkemidler i pengepolitikken

Det operative målet for pengepolitikken i Norge er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som

over tid er 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. Renten bør settes slik at inflasjonen stabiliseres nær målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av de forstyrrelsene økonomien er utsatt for, og av hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi framover.

Tre ganger i året publiserer Norges Bank en pengepolitisk rapport, tidligere kalt inflasjonsrapport. Siden Inflasjonsrapport 3/05 er analysene basert på bankens egen prognose for styringsrenten. Renteprognosen gir en avveining av de hensyn pengepolitikken skal ivareta. Med utgangspunkt i analysen i den pengepolitiske rapporten vedtar hovedstyret hver fjerde måned strategien for pengepolitikken de kommende fire måneder. Strategien blir gjort kjent ved inngangen til den perioden strategien gjelder for, og den er betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått. De enkelte rentevedtaketene er forankret i denne strategien for rentesettingen. Norges Banks hovedstyre drøfter og fatter vedtak om styringsrenten i rentemøtene, som normalt holdes hver sjettede uke.

Ovenfor er målet for pengepolitikken og prosessen som leder fram til Norges Banks rentevedtaket, skissert.³ Utover å kunngjøre rentebeslutninger og vurderinger av utviklingen framover, må Norges Bank sørge for at endringer i styringsrenten faktisk får gjennomslag i de kortsiktige pengemarkedsrentene. Dette skjer gjennom likviditetspolitikken.

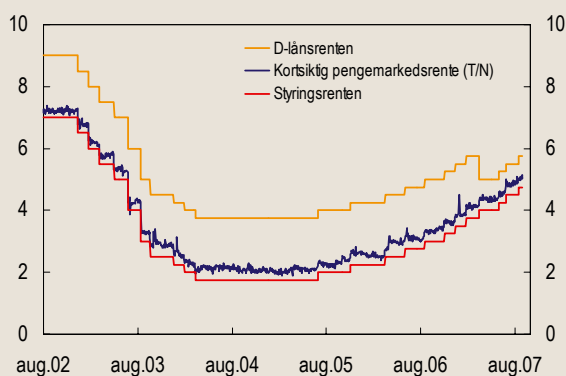
Alle banker etablert i Norge kan ha foliokonto i Norges Bank. Det er renten på innskudd over natten på slike konti som er Norges Banks styringsrente og som Norges Bank ønsker skal få bredt gjennomslag i de kortsiktige pengemarkedsrentene. Styringsrenten danner et *gulv* for de kortsiktige pengemarkedsrentene,

¹ Takk til Jan F. Qvigstad, Bent Vale, Ole-Cristian Hillestad, Arild Lund, Jannecke Ebbesen, Erna Hoff, Steinar Hem og Robert Hansen for nyttige innspill og bidrag.

² Kran og Øwre (2001) behandler også Norges Banks likviditetspolitikk. De behandler også likviditetspolitikken i euroområdet, USA, Danmark, Sverige og Sveits. Det likviditetspolitiske styringssystemet er lite endret siden 2001. Svingningene som følge av statlige innbetalinger og utbetalinger, spesielt svingningene knyttet til statens petroleumsinntekter, er imidlertid vesentlig større nå.

³ For nærmere drøfting av målet for pengepolitikken og transmisjonsmekanismen, se Norges Bank (2004 b) kapittel 7.

Figur 1 Styringsrenten og kortsiktig pengemarkedsrente 2002–2007



Kilder: Reuters og Norges Bank

blant dem rentene på kortsiktige lån bankene imellom. Årsaken er at når banker med overskuddslikviditet kan plassere midlene i Norges Bank til denne rentesatsen, er det lite aktuelt å plassere midlene i markedet til lavere rente. Summen av bankenes innskudd over natten på foliokonto i Norges Bank kalles bankenes likviditet. Likviditetspolitikken oppgave er å sørge for å tilføre tilstrekkelig likviditet, slik at bankene samlet sett er i netto innskuddsposisjon i Norges Bank over natten, og slik at de kortsiktige pengemarkedsrentene blir liggende like over foliorenten, se figur 1.

Markedsrentene for lengre løpetider blir påvirket av nivået på styringsrenten og av hvordan markedsaktørene forventer at styringsrenten vil utvikle seg framover. Markedets forventninger til styringsrenten avhenger både av aktørenes forståelse av sentralbankens handlingsmønster og av deres oppfatning om den økonomiske utviklingen framover. Norges Bank kan påvirke disse oppfatningene gjennom sin kommunikasjon. Dette omfatter pressemeldinger og pressekonferanser i forbindelse med rentebeslutninger, pengepolitiske rapporter og taler av sentralbankledelsen.

Norges Bank har også en automatisk låneadgang for bankene, D-lån. Renten på D-lån over natten representerer et tak for de kortsiktige pengemarkedsrentene. D-lån over natten benyttes i svært liten utstrekning, som følge av at likviditetspolitikken bringer bankene i netto innskuddsposisjon ved dagens slutt. D-lånsrenten har derfor ingen pengepolitisk betydning i det nåværende pengepolitiske regime.⁴ D-lån gjennom dagen benyttes av bankene til å skaffe seg likviditet ved oppgjør av betalingstransaksjoner, se ramme 1.

3 Gjennomføringen av likviditetspolitikken⁵

For å kunne sørge for at bankene har tilstrekkelig store innskudd i Norges Bank er det nødvendig med anslag for hvordan utviklingen i bankenes netto innskudd i

RAMME 1: D-lån og F-lån gjennom dagen og over natten¹

Norges Banks låneordninger har to formål. For det første skal de sørge for at bankens rentevedtak får gjennomslag i de kortsiktige pengemarkedsrentene. For det andre skal de sørge for at Norges Bank kan ivareta sin rolle som oppgjørsbank for bankene som er etablert i Norge. Både D-lån og F-lån forutsetter at det stilles godkjent sikkerhet i form av verdipapirer. Mens F-lån og D-lån over natten er rentebærende, er D-lån gjennom dagen ikke rentebærende.

De stilte sikkerheter bestemmer rammen for en banks samlede låneadgang i Norges Bank. Norges Bank bruker lån med fastsatt løpetid og til fast rente, F-lån, til å tilføre likviditet, dvs. til å sørge for at bankene samlet har tilstrekkelig store folioinnskudd ved dagens slutt. Renten på F-lån og tildelingen av F-lån bestemmes ved auksjon, jf. ramme 2. Normalt vil rentene på F-lån ligge like over styringsrenten. En bank kan bruke en del av sin samlede låneramme til F-lån. For den resterende del av lånerammen kan banken trekke D-lån. D-lån fungerer som en kassekreditt, og banken kan variere størrelsen av trekket på D-lån i løpet av dagen. Siden renten på D-lån over natten ligger klart over rentene i det kortsiktige pengemarkedet, vil en bank normalt ikke benytte D-lån over natten.

Gjennom dagen blir D-lån i stor utstrekning benyttet til gjennomføring av betalingsoppgjør. En banks disponible midler i Norges Bank utgjøres av summen av bankens folioinnskudd og ubenyttet D-lånsramme. Bankene benytter disse midlene til oppgjør av betalinger seg imellom og til betalinger til statens konti i Norges Bank. Gjennom dagen kan det være store variasjoner i en banks folioinnskudd og D-lånstrek. Før dagens slutt sørger bankene normalt for å betale tilbake D-lånene. For å unngå å komme i D-lånsposisjon over natten kan en bank om nødvendig låne av andre banker gjennom interbankmarkedet. Når Norges Bank sørger for at bankene i sum er i innskuddsposisjon, vil normalt noen banker ha innskudd i Norges Bank som med en viss fortjeneste kan lånes ut til andre banker.

¹ Nærmere regler for D-lån og F-lån kunngjøres ved rundskriv som legges ut på Norges Banks nettsider www.norges-bank.no. Se også ramme 2 lenger ute i denne artikkelen.

⁴ Siden 16. mars 2007 er D-lånsrenten ett prosentpoeng høyere enn styringsrenten. I perioden fra 3. august 1993 til 15. mars 2007 var D-lånsrenten to prosentpoeng høyere enn foliorenten. Fram til sommeren 1993 var D-lånsrenten Norges Banks styringsrente.

⁵ En mer detaljert fremstilling er gitt i Flatner og Tornes (2002)

Norges Bank gjennom året ville blitt uten tilførsel ved pengepolitiske operasjoner. Dette kalles den strukturelle likviditeten. Norges Bank utarbeider prognoser for bankenes strukturelle likviditet i to trinn. I første trinn beregnes den totale netto likviditetstilførselen til bankene i løpet av året. I andre trinn fordeles tilførselen på årets virkedager. Den første prognosen for et år utarbeides i slutten av året før, på grunnlag av statsbudsjettet. Prognosen revideres løpende på bakgrunn av faktisk utvikling og ny informasjon.

Vi ser først på prognosen for total likviditetstilførsel i løpet av året. Følgende forhold bidrar til økning (+) eller til reduksjon (–) av bankenes likviditet:

| | |
|---|---|
| • Overskudd på statsbudsjettet ⁶ | – |
| • Netto utlånsøkning fra statsbankene mv. | + |
| • Økning i statsgjelden | – |
| • Norges Banks valutakjøp | + |
| • Bankenes kjøp av sedler og mynt fra Norges Bank | – |

Store inntekter fra petroleumsvirksomheten har de senere år medført overskudd på statsbudsjettet som har gitt stor inndragning av likviditet fra bankene gjennom året. Som det er redegjort for senere i denne artikkelen, kanaliseres overskuddet til Statens pensjonsfond – Utland, som plasserer midlene i utenlandsk valuta. Norges Banks valutakjøp skaffer en del av denne valutaen.

Statsbudsjettet er hovedkilden ved utarbeidelsen av likviditetsprognosen. Staten holder i all hovedsak sine likvide midler på rentebærende konto i Norges Bank. Staten har konti i private banker til bruk ved store inn- og utbetalingsordninger, og innbetaling av skatter og avgifter skjer til statens konti i private banker. Midlene overføres imidlertid til statens konto i Norges Bank samme dag, slik at det ikke står midler på disse kontiene over natten. Utbetaling av trygder og andre offentlige utgifter skjer fra konti i private banker, men midlene overføres til private banker først dagen utbetaling skal skje.

Ved betaling av statlige utgifter til trygder, lønn til statsansatte, overføringer til kommunene mv. og andre statlige utgifter overføres midler fra statens konto i Norges Bank til bankenes konti i Norges Bank, slik at bankenes innskudd i Norges Bank øker. Ved mottakelse av statlige inntekter fra skatter og avgifter, aksjeutbytte mv. overføres midler fra bankenes konti i Norges Bank til statens konto i Norges Bank, slik at bankenes innskudd i Norges Bank reduseres. De statlige inn- og utbetalingene fører til svært store variasjoner i bankenes innskudd i Norges Bank og til motsvarende svingninger i statens innskudd i Norges Bank.

Som nevnt ovenfor fører overskudd på statsbudsjettet normalt til reduksjon av bankenes innskudd i Norges Bank. Enkelte deler av statens inntekter som inngår i overskuddet, påvirker imidlertid ikke bankenes innskudd i Norges Bank. Den største posten er over-

føringen fra Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten (SDØE), som er en overføring av *valuta* fra banksystemet til Norges Bank, og som derfor ikke påvirker banksystemets *kroneinnskudd* i Norges Bank. Statens renteinntekter fra Norges Bank og overføring av overskudd fra Norges Bank til staten påvirker heller ikke bankenes innskudd i Norges Bank. Disse postene må derfor trekkes fra når en skal beregne endringen i bankenes innskudd i Norges Bank som følge av overskuddet på statsbudsjettet.

Når Norges Bank kjøper valuta fra bankene, får bankene oppgjør i form av økte innskudd i Norges Bank. Norges Banks valutakjøp bidrar derved til økning av bankenes likviditet. Ved beregningen av Norges Banks valutakjøp for et år tas det utgangspunkt i avsetningen til Pensjonsfondet, som er lik overskuddet på statsbudsjettet. Norges Banks valutakjøp tilsvarer i utgangspunktet forskjellen mellom avsetningen til pensjonsfondet og valutaoverføringen fra SDØE. Likviditetsvirkningen av statsbudsjettet og av Norges Banks valutakjøp vil i stor grad motvirke hverandre, slik at samlet netto tilførsel fra disse postene blir lik summen av renter og overskuddsoverføringer fra Norges Bank.⁷

Utlånsøkning fra statsbankene og statlige nettokjøp av aksjer vil på tilsvarende måte som statlige utgifter øke bankenes likviditet, mens økning i statsgjelden – på samme måte som skatteinntekter – vil redusere bankenes likviditet. Likviditetsvirkningen av statsgjeldspolitikken anslås på bakgrunn av forfall av statsgjeld i løpet av året og auksjonskalenderen for året. Auksjonskalenderen er en plan som angir på hvilke datoer eksisterende statslån skal utvides eller nye statslån opptas.

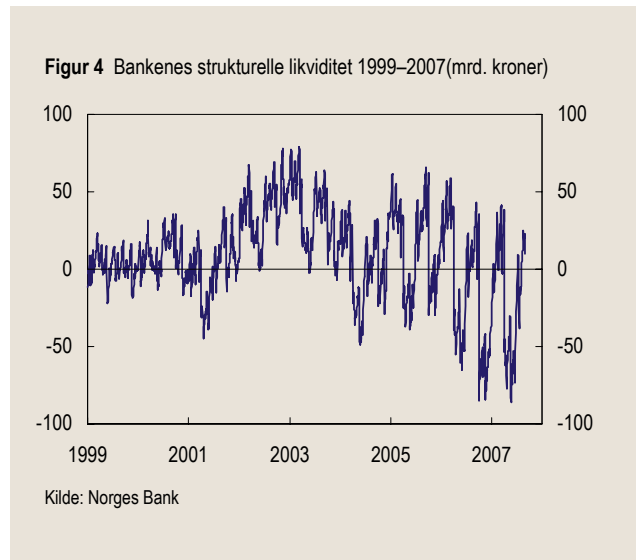
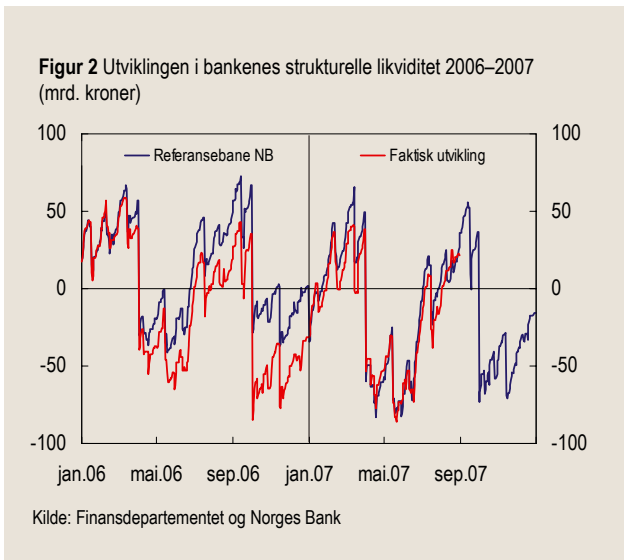
Når bankene kjøper sedler og mynt av Norges Bank, trekker de på sine innskudd i Norges Bank slik at deres likviditet reduseres.

De ulike størrelsene som inngår i beregningen av likviditetstilførselen, er ikke uavhengige av hverandre. For eksempel vil en økning av overskuddet på statsbudsjettet som følge av økte skatteinntekter gi en tilsvarende økning i avsetningen til Pensjonsfondet og derved en økning i Norges Banks valutakjøp. Dette gjelder både om de økte skatteinntektene skyldes økte petroleumsskatter og om de skyldes økning i andre skatter. For året under ett vil økningen i overskuddet derfor i utgangspunktet ikke ha noen virkning på likviditetstilførselen til bankene.

Prognoser og faktisk utvikling av banksystemets strukturelle likviditet gjennom 2006 og 2007 er illustrert i figur 2. I 2006 var det fra årsstart til årsslutt en reduksjon av banksystemets strukturelle likviditet både ifølge prognosene og ifølge faktisk utvikling. I 2007 ser det derimot ut til å bli en viss økning i bankenes strukturelle likviditet. I begge år bidrar renteinntekter fra Norges Bank til en viss økning av bankenes likviditet. Statsgjeldspolitikken bidro derimot til en reduksjon av banksystemets likviditet i 2006, mens den ventes å bidra til en økning i 2007. Dette har sam-

⁶ Med «overskudd på statsbudsjettet» menes i denne artikkelen differansen mellom statens totale inntekter og statens totale utgifter før lånetransaksjoner. Dette avviker fra begrepet «overskudd på statsbudsjettet før lånetransaksjoner» slik det brukes i budsjettokumentene.

⁷ Ved beregningen av likviditetsvirkningen av finanspolitikken trekkes både overføringen av valuta fra SDØE og renteinntekter og overskudd fra Norges Bank fra overskuddet på statsbudsjettet. Ved beregningen av Norges Banks valutakjøp trekkes bare overføringen av valuta fra SDØE fra overskuddet på statsbudsjettet.



menheng med at statens obligasjonsgjeld økte i 2006 som følge av låneopptak, siden det ikke var forfall av statsobligasjonslån. I 2007 var det derimot forfall av et statsobligasjonslån i januar, og dette forfallet var større enn forventet opptak av statslån. Normalt forfaller det et statsobligasjonslån annet hvert år, slik at statsgjeldspolitikken veksler mellom å gi likviditetstilførsel ett år til å gi likviditetsinndragning det neste.

I prognosen fordeles den totale netto likviditetstilførsel gjennom året på årets virkedager. Den største utfordringen ved utarbeidelsen av prognosen er fordelingen av de statlige inn- og utbetalinger mellom årets virkedager. Det forligger ikke prognoser fra Finansdepartementet som fordeler inn- og utbetalingene på dager, måneder eller kvartaler i løpet av året. Fordelingen av inn- og utbetalinger på de enkelte virkedager tar derfor utgangspunkt i fjorårets mønster. Dette suppleres med mer detaljert kunnskap om enkelte av de større postene.

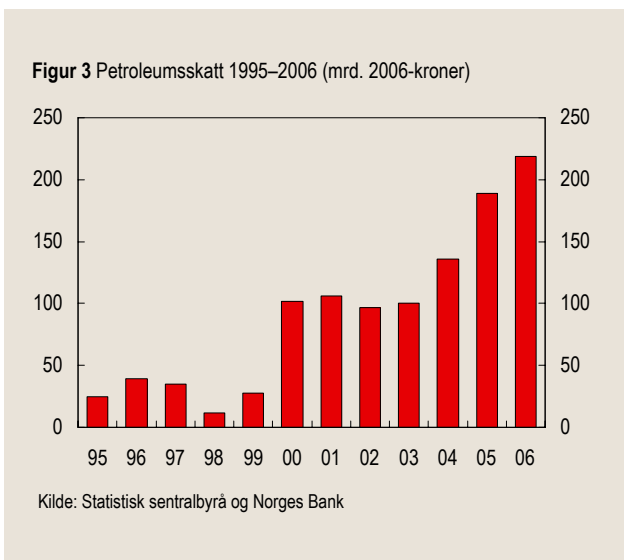
Det er stor variasjon i den strukturelle likviditet i løpet av året. Dette skyldes i første rekke statlige inn- og utbetalingsordninger. Det generelle bildet er at lik-

viditeten faller markert på dager med forfall av skatter og avgifter og deretter bygger seg opp igjen som følge av statlige utgifter og Norges Banks valutakjøp. Fallet i likviditeten er spesielt markert ved forfall av petroleumsskatter 1. april og 1. oktober. De siste årene har petroleumsskattene vist en kraftig økning som følge av økning i oljeprisen, se figur 3. Den sterke økningen av petroleumsskattene har ført til vesentlig større variasjon i den strukturelle likviditet gjennom året enn tidligere, se figur 4.

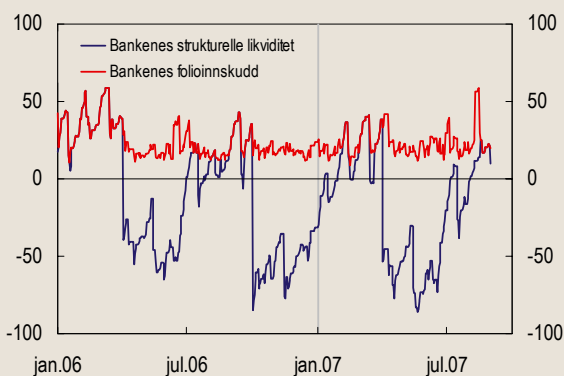
Som det fremgår av figur 2, kan det være betydelige avvik mellom prognosen for utviklingen av bankenes strukturelle likviditet gjennom et år basert på nasjonalbudsjettet og den faktiske utviklingen. Det reflekterer at det er usikkerhet knyttet til anslag som inngår i prognosen, ikke minst prognosene for inntektene fra petroleumssektoren som følge av usikkerhet om oljepris og oljeproduksjon, og prognosen for skatteinntektene bl.a. som følge av usikkerhet om den økonomiske utviklingen. Avvik kan også reflektere transaksjoner som ikke var kjent ved fremleggelsen av statsbudsjettet, for eksempel statlige aksjetransaksjoner.

Det er derfor behov for løpende revisjon av prognosen. I en del tilfeller har forløpet av oljeprisen og utsiktene for oljeprisen framover avveket så pass klart fra forutsetningene i statsbudsjettet at avsetningen til Pensjonsfondet og dermed valutakjøpene er blitt endret. Prognosen må dessuten til enhver tid ta hensyn til den faktiske utvikling gjennom året. Oppdatert prognose for bankenes likviditet legges ut på Norges Banks internettsider.

For å sørge for at rentebeslutningene får gjennomslag i det kortsiktige pengemarkedet, må Norges Bank tilføre likviditet i perioder der den strukturelle likviditeten ikke er tilstrekkelig stor. Som tidligere nevnt må bankene samlet sett være i netto innskuddsposisjon i Norges Bank. Det har dessuten vist seg nødvendig at bankene har en viss buffer, dvs. at det er en viss størrelse på bankenes samlede folioinnskudd etter at Norges Bank

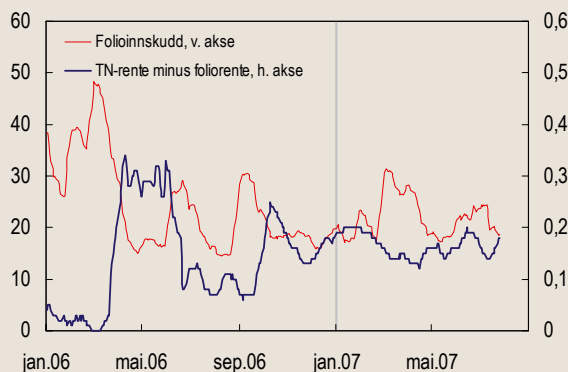


Figur 5 Bankenes folioinnskudd etter Norges Banks likviditetstilførsel 2006–2007 (mrd. kroner)



Kilde: Norges Bank

Figur 6 Påvirker likviditeten de kortsiktige pengemarkedsrentene? Bankenes folioinnskudd (mrd. kr) og tomorrow/next-rente minus foliorente 2006–2007. 15 dagers glidende gjennomsnitt



Kilde: Norges Bank

har tilført likviditet ved pengepolitiske operasjoner. Figur 5 viser bankenes folioinnskudd etter at Norges Bank har foretatt sine likviditetstilførende transaksjoner. Figuren viser at likviditetstilførselen ved pengepolitiske operasjoner er spesielt stor i etterkant av innbetalingene av petroleumsskatt.

Likviditeten tilføres ved hjelp av F-lånsauksjoner. Renten på F-lån holdes fast i lånets løpetid, og de tildelte lånebeløp godskrives vedkommende bankers foliokonto i Norges Bank. Løpetiden for F-lånet og totalt tildelt beløp fastsettes normalt slik at bankenes overskuddslikviditet i låneperioden vil være på minst 15 milliarder kroner.⁸

Norges Bank kan også tilføre likviditet ved valuta-bytteavtaler. Når en slik avtale skal tilføre likviditet, selger Norges Bank kroner til bankene for en periode, for eksempel en uke, mot oppgjør i valuta. Samtidig

avtales at transaksjonen skal reverseres ved utgangen av perioden til en gitt valutakurs. Valutabytteavtaler har ikke vært brukt siden 2001.

Norges Bank kan dessuten trekke inn likviditet ved hjelp av F-innskudd. F-innskudd tildeles ved auksjoner på samme måte som F-lån. Bankene plasserer da fast-renteinnskudd for en gitt periode, og deres innskudd på foliokonto reduseres med et tilsvarende beløp i perioden. F-innskudd har ikke vært benyttet siden april 2003. Siden styringsrenten er et gulv for de kortsiktige pengemarkedsrentene, har det liten betydning for disse rentene om banksystemets likviditetsoverskudd ut over en viss buffer er plassert som folioinnskudd eller som F-innskudd.

Selv om banksystemet også etter forfall av petroleumsskattene har betydelig overskuddslikviditet etter likviditetstilførsel ved F-lån, viser de kortsiktige pengemarkedsrentene en forholdsvis markert økning i forbindelse med forfall av petroleumsskatt. Dette er illustrert i figur 6, som viser sammenhengen mellom banksystemets overskuddslikviditet og forskjellen mellom den kortsiktige pengemarkedsrenten og foliorenten. Det synes ikke som om det i første rekke er forholdsvis lav overskuddslikviditet som er årsaken til relativt høy pengemarkedsrente den nærmeste måneden etter forfall av petroleumsskatter⁹. Overskuddslikviditeten er like lav til andre tider av året uten at de kortsiktige pengemarkedsrentene stiger tilsvarende. Økningen i kortsiktige renter i forbindelse med forfall av petroleumsskatt kan ha sammenheng med at det skjer et svært kraftig fall i den strukturelle likviditeten – fra en situasjon med overskuddslikviditet til en situasjon med svært stort behov for tilførsel av likviditet. Det vil da være et betydelig behov for omfordeling av likviditet bankene imellom. Som det fremgår av figur 5, er det stort behov for tilførsel av likviditet i et par måneder etter forfall av petroleumsskatt. Denne situasjonen kan bidra til noe mer usikkerhet enn ellers, særlig blant utenlandske aktører i kronemarkedet. Siden bare banker etablert

RAMME 2: F-lån

- F-lån, lån med fast rente i lånets løpetid, mot sikkerhet i verdipapirer.
- Varierende løpetid avhengig av variasjonen i tilførselsbehovet. Løpetiden vil ikke gå over datoen for et rentemøte.
- Tildeling ved flerprisauksjon.
 - Banker som får tildeling, må betale den rente de har budt.
 - Den enkelte bank kan gi flere bud.
 - Tildelt beløp bestemmes av Norges Bank.
- Auksjon kunngjøres normalt kl 9 med budfrist kl 16. Tildeling fra morgenen neste dag. Kan også ha auksjon med tildeling av likviditet samme dag.
- Opp til 15 banker deltar normalt i auksjonene, til dels med flere bud.

⁸ Resultatet av siste F-lånsauksjon er lagt ut på Norges Banks internettsider, www.norges-bank.no

⁹ Våren 2006 varte denne perioden noe lenger som følge av usikkerhet i forbindelse med en mulig arbeidskonflikt i bankene.

i Norge med hovedkontor eller filial har adgang til å delta i F-lånsauksjoner, må utenlandske aktører dekke sitt behov for norske kroner ved lån fra banker som er etablert i Norge. Både i oktober 2006 og i april 2007 søkte Norges Bank å begrense denne usikkerheten ved å varsle tidligere enn vanlig om F-lån, ved å tilføre en betydelig del av likviditeten ved F-lån med en løpetid på om lag en måned, og ved en forsterket overvåking av likviditetssituasjonen. Disse tiltakene synes å ha bidratt til å redusere renteutslagene.

Ved vurderingen av hvor stor overskuddslikviditet Norges Bank skal ta sikte på, må en avveie to hensyn mot hverandre. Det ene er å begrense og stabilisere avviket mellom de kortsiktige pengemarkedsrentene og styringsrenten. Det andre er hensynet til et effektivt interbankmarked. Interbankmarkedet er et marked for kortsiktige lån mellom banker. Norges Bank har ansvaret for den totale likviditetssituasjon for banksystemet, mens den enkelte bank har ansvaret for å skaffe seg tilstrekkelig likviditet til å dekke sine forpliktelser.

Interbankmarkedet sørger for en utjevning av likviditeten mellom bankene. Dersom det blir for stor overskuddslikviditet i banksystemet, vil bankenes insentiv til å utjevne likviditeten seg imellom bli mindre. Utviklingen i bankenes strukturelle likviditet gjennom året, med store og usikre svingninger som følge av statlige inn- og utbetalinger, medfører at det er en krevende oppgave å ivareta både hensynet til å sørge for at rentebeslutningene får gjennomslag i det kortsiktige pengemarkedet slik at den kortsiktige renten ligger like over foliorenten, og hensynet til et godt fungerende interbankmarked.

4 Petroleumsfondmekanismen og Norges Banks valutakjøp

Utviklingen av petroleumssektoren har gitt Norge store overskudd på driftsbalansen med utlandet og på statsbudsjettet. Hensikten med petroleumsfondmekanismen er å isolere norsk økonomi mot virkninger av svingninger i petroleumsinntektene og å spare deler av disse inntektene til senere generasjoner. Store og vedvarende overskudd på driftsbalansen med utlandet vil over tid normalt medføre appresiering av landets valuta. Petroleumsfondmekanismen søker å motvirke dette gjennom statlig kapitalutgang til utlandet. En forutsetning for at petroleumsfondmekanismen skal fungere etter hensikten, er en stabil utvikling av finanspolitikken. Dette er søkt ivaretatt gjennom handlingsregelen for finanspolitikken, som sier at det aktivitets- og oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet skal tilsvare den langsiktige realavkastningen på Statens pensjonsfond – Utland (tidligere Statens petroleumsfond). Denne realavkastningen er satt til fire prosent.¹⁰

Petroleumsfondmekanismen er illustrert i figur 7. Inntektene til staten fra petroleumsvirksomheten kommer dels i valuta og dels i kroner. Staten eier direkte

RAMME 3: Likviditetspolitikk i perioder med markedsure

I denne artikkelen er hovedvekten lagt på å beskrive likviditetspolitikken i en normalsituasjon. I enkelte situasjoner kan det være nødvendig med større tilførsel av likviditet enn normalt. I forbindelse med uroen i internasjonale finansmarkeder i august og september 2007 tilførte flere sentralbanker likviditet ut over det normale til bankene.

Uroen ble utløst av usikkerhet knyttet til utviklingen i det amerikanske markedet for boliglån med lav sikkerhet. Banker pakket slike lån sammen til verdipapirer med sikkerhet i kontantstrømmen fra boliglånene, og verdipapirene ble videresolgt til investorer både i og utenfor USA. Investorene var i mange tilfelle spesialforetak (Investment Vehicles) som var opprettet for å eie slike verdipapirer. Spesialforetakene ble i mange tilfelle finansiert ved utstedelse av kortsiktige verdipapirer. Som sikkerhet for finansieringen hadde mange av spesialforetakene opprettet kredittlinjer fra banker som de kunne trekke på ved behov.

Usikkerheten knyttet til boliglånene førte til at muligheten for finansiering av spesialforetakene ved utstedelse av kortsiktige verdipapirer i stor grad ble borte. Spesialforetakene trakk da på de nevnte kredittlinjene fra banker. Bankene ble dermed eksponert mot usikkerheten i det amerikanske boliglånemarkedet. Det var samtidig stor usikkerhet om hvilke banker som hadde slik eksponering. Det økte trekket på kredittlinjene økte også bankenes finansieringsbehov. Bortfallet av markeder for kortsiktig finansiering til spesialforetak gjorde også at bankene måtte planlegge for å ta verdipapirene som var sammensatt av boliglån, inn på sin balanse i stedet for å plassere dem i spesialforetak. Den enkelte bank søkte å sikre sin egen stilling ved å være mest mulig likvid, begrense sine lån til andre banker og holde større innskudd i sentralbanken enn normalt. Interbankmarkedene, som skal omfordele likviditet mellom bankene, fungerte derfor dårlig. Pengemarkedsrentene steg.

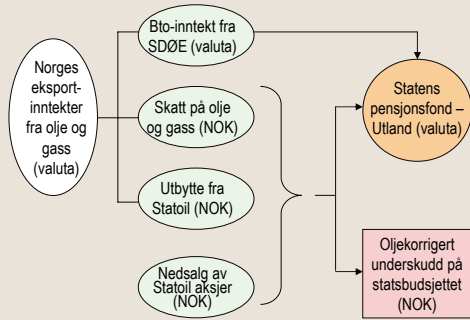
I likhet med andre sentralbanker uttalte Norges Bank at det ville bli sørget for tilstrekkelig likviditetstilførsel til bankene, og ved F-lånsauksjonen torsdag 9. august ble det gitt større tildeling av F-lån enn normalt. Norges Bank benyttet således ordinære likviditetspolitiske instrumenter for å motvirke effekten på pengemarkedsrentene av uroen i finansmarkedene.

I forbindelse med likviditetsproblemer i en enkeltinstitusjon kan Norges Bank eventuelt yte lån på spesielle vilkår, S-lån. Slike lån er ikke gitt siden bankkrisen i begynnelsen av 1990-årene. Norges Banks hovedstyre vedtok i mars 2004 prinsipper og retningslinjer for å yte S-lån.¹

¹ Se *Finansiell stabilitet 2/04* side 36–37.

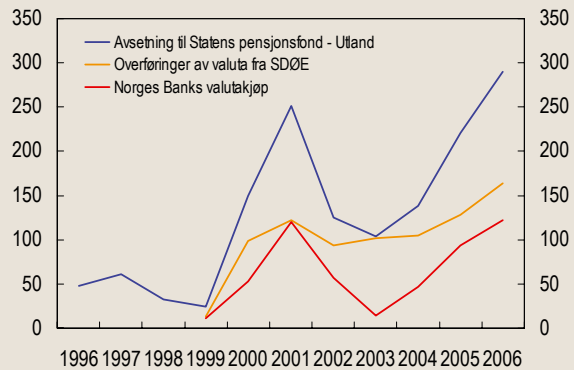
¹⁰ For en nærmere behandling av sammenhengen mellom statsbudsjettet og Statens pensjonsfond – Utland, se St.meld.nr.24 (2006–2007). Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006, side 7.

Figur 7 Petroleumsfondmekanismen



Kilde: Norges Bank

Figur 8 Avsetning til Statens pensjonsfond – Utland 1996–2006 (mrd. kr)



Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

gjennom Petoro om lag en tredel av petroleumservervene. Det er dette som kalles Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE). Normalt er over 90 prosent av SDØEs inntekter i valuta, i første rekke i dollar, siden oljeprisen noteres i dollar, men det er også inntekter i euro og britiske pund fra eksporten av gass. SDØEs bruttoinntekter i valuta blir overført til Norges Bank.

Oljeselskapenes skatt blir i likhet med andre skatter betalt i kroner. Innbetaling av årets skatt skjer i to terminer som i utgangspunktet er like store. Den første forfaller 1. oktober og den andre 1. april året etter. Utbyttet fra Statoil og av eventuelle salg av aksjer i Statoil og av SDØE-andeler blir også betalt i kroner.

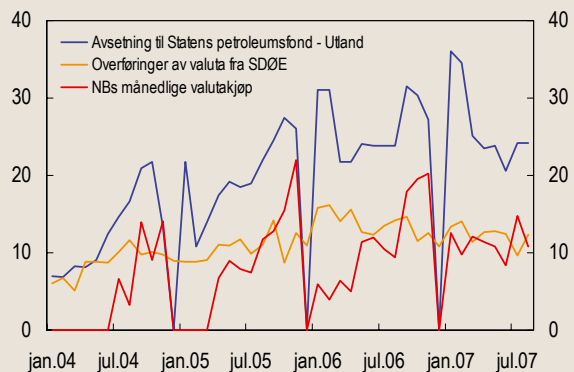
Noe forenklet kan en si at en del av skatteinntektene og de øvrige inntektene i kroner blir brukt til å dekke det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet og til å dekke Petoros utgifter. Resten blir vekslet om til valuta ved at Norges Bank daglig kjøper valuta (euro) i markedet fra norske og utenlandske banker¹¹.

Valutaen fra SDØE og fra Norges Banks valutakjøp plasseres midlertidig i petrobufferporteføljen, som er en del av Norges Banks valutareserver. Ved slutten av måneden blir det beløp som skal til for å dekke den månedlige avsetning til Pensjonsfondet, overført fra petrobufferporteføljen til Pensjonsfondet.

Som nevnt ovenfor, kommer tilførselen av valuta til Pensjonsfondet dels direkte fra Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) og dels fra Norges Banks valutakjøp. Utviklingen siden 1995 er illustrert i figur 8. Det fremgår at avsetningen til Pensjonsfondet har økt sterkt de siste årene. Tilførselen fra SDØE, som avhenger av verdien av petroleumproduksjonen fra de feltene SDØE omfatter, viser det mest stabile forløp. Tilførselen fra Norges Banks valutakjøp, som gjenspeiler variasjonen både i skatten på oljeselskapenes overskudd, i det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet og i SDØEs utgifter, viser større variasjon. Også på månedsbasis viser valutakjøpene størst variasjon, se figur 9.

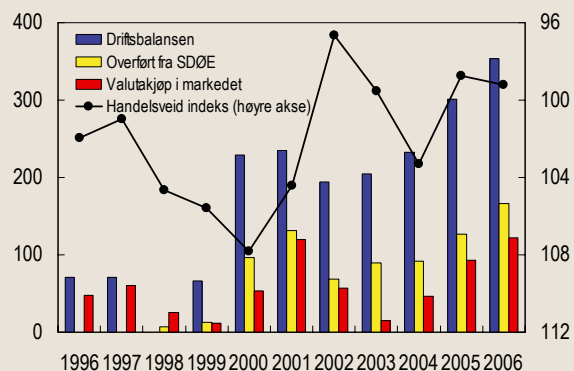
I figur 10 er sammenhengen mellom overskuddet

Figur 9 Månedlig avsetning til Statens pensjonsfond – Utland 2004–2007 (mrd. kr)



Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 10 Effektiv valutakurs (h. akse), driftsbalanse, overføringer fra SDØE og Norges Banks valutakjøp (mrd. kr, v. akse). 1996–2006



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

på driftsbalansen, overføringene av valuta fra SDØE, Norges Banks valutakjøp og den effektive kronekursen (KKI) illustrert. Variasjonen i driftsbalansen og i statens inntekter fra petroleumsvirksomheten har i denne

¹¹ I perioden fra 21. mai 2003 til 30. juni 2004 ble Norges Banks valutakjøp innstilt, da SDØEs valutainntekter var mer enn store nok til å dekke avsetningen til Pensjonsfondet.

RAMME 4: Statens petroleumsinntekter, Statens pensjonsfond – Utland og Norges Banks balanse

Norges Banks balanse 31.12.2006 (forenklet). Milliarder kroner

| Eiendeler | | Gjeld og egenkapital | |
|---|------|---|------|
| Netto valutareserver og andre utenlandske eiendeler | 253 | Sedler og mynt i omløp | 55 |
| - Herav petrobufferporteføljen | 24 | Innskudd fra statskassen | 160 |
| Innenlandske eiendeler: | | Innskudd fra banker | 24 |
| - Lån til banker | 56 | Annen gjeld | 0 |
| - Andre eiendeler | 4 | Egenkapital | 74 |
| Sum ekskl. Statens pensjonsfond – Utland | 313 | Sum ekskl. Statens pensjonsfond – Utland | 313 |
| Plasseringer for Statens pensjonsfond – Utland | 1782 | Innskudd kronekonto Statens pensjonsfond – Utland | 1782 |
| Sum | 2095 | Sum | 2095 |

Ovenfor er Norges Banks balanse ved utgangen av 2006 stilt opp. Den er noe forenklet ved at utenlandske eiendeler, med unntak av plasseringene for Pensjonsfondet, er ført netto, og ved at enkelte mindre poster er slått sammen. Plasseringene for Pensjonsfondet motsvares av en kronekonto som reguleres i takt med utviklingen i verdien av plasseringene for Pensjonsfondet. Formelt sett er det denne kronekontoen som er Statens pensjonsfond – Utland.

Midlene som skal avsettes til Pensjonsfondet, kommer i hovedsak dels i valuta fra Statens direkte engasjement (SDØE) og dels i kroner fra skatt på oljeselskapene. Midlene fra SDØE går i første omgang inn i Norges Banks petrobufferportefølje, som er en del av Norges Banks valutareserver. Samtidig krediteres statens ordinære konto, slik at posten innskudd fra statskassen økes tilvarende.

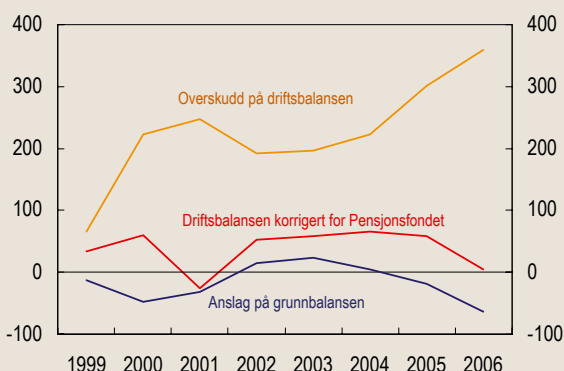
Ved innbetaling av petroleumsskatt øker innskudd fra statskassen, mens innskudd fra bankene blir redusert. En del av disse midlene brukes i løpet av året til å dekke det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet, og en del går med til å dekke SDØEs utgifter, slik at midler i løpet av året blir overført fra innskudd fra statskassen til innskudd fra bankene. Litt forenklet kan en si at Norges Bank i løpet av året kjøper valuta for den resterende del av petroleumsskattene. Valutaen som kjøpes fra bankene, går inn i petrobufferporteføljen. Derved øker Norges Banks valutareserver. Samtidig øker bankenes innskudd i Norges Bank tilsvarende.

Gjennom måneden skjer det således en oppbygging av Norges Banks valutareserver. Denne oppbyggingen motsvares dels av en økning i innskudd fra statskassen (motpost til valutaoverføring fra SDØE) og dels av en økning i innskudd fra bankene (motpost til Norges Banks valutakjøp).

Ved månedens slutt foretas avsetningen til Pensjonsfondet. Et beløp i valuta tilsvarende avsetningen overføres da fra valutareservene til plasseringer for Statens pensjonsfond – Utland. Et tilvarende kronebeløp overføres fra innskudd fra statskassen til innskudd kronekonto Statens pensjonsfond – Utland.

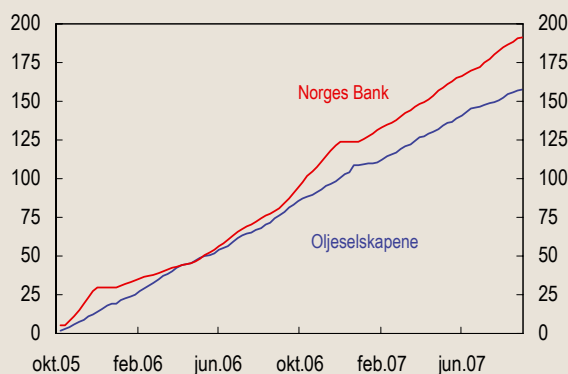
Det avsettes normalt ikke midler til Pensjonsfondet i desember. De internasjonale aksje- og obligasjonsmarkedene er mindre likvide rundt årsskiftet, og det er derfor ikke hensiktsmessig å tilføre Pensjonsfondet midler som må plasseres på dette tidspunkt. Som følge av dette blir det normalt ikke kjøpt valuta til Pensjonsfondet i desember. Det blir derimot overført valuta fra SDØE. Petrobufferporteføljen er derfor større ved utgangen av desember enn i årets øvrige måneder. Ved utgangen av desember 2006 utgjorde petrobufferporteføljen 24 milliarder kroner. I løpet av 1. kvartal bygges petrobufferporteføljen ned mot sitt normale nivå, som er 3,5 milliarder kroner ved månedens utgang etter at avsetning til Pensjonsfondet er foretatt.

Figur 11 Driftsbalansen og grunnbalansen 1999–2006 (mrd. kr)



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 12 Oljeselskapenes og Norges Banks akkumulerte krone- og valutakjøp 2005–2007 (mrd. kr)



Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

tiden i første rekke vært et resultat av endringer i oljeprisen. Ut fra figuren synes det ikke å ha vært noen nær sammenheng mellom overskuddet på driftsbalansen og utviklingen av kronekursen. Dette kan tyde på at petroleumsfondmekanismen langt på vei har bidratt til å forhindre at variasjon i oljeprisen fører til vesentlig variasjon i kronekursen.

Den største delen av overskuddet på driftsbalansen motsvares av kapitalutgang fra staten til oppbygging av Pensjonsfondet. I figur 11 viser den røde linjen driftsbalansen korrigert for den statlige kapitalutgangen til oppbygging av Pensjonsfondet. Oljeselskapene vil normalt ha et kontantoverskudd igjen etter at skatten og drifts- og investeringsutgifter i norske kroner er betalt. Det synes rimelig å anta at oljeselskapene ikke veksler disse inntektene om til kroner, men beholder dem i valuta slik at dette kontantoverskuddet kan betraktes som kapitalutgang fra oljeselskapene. Ved hjelp av forenklete forutsetninger har vi korrigert også for denne kapitalutgangen. I figur 11 har vi brukt betegnelsen grunnbalansen om driftsbalansen korrigert for den beregnede kapitalutgang fra staten og oljeselskapene. Grunnbalansen gir en grov indikasjon på den samlede virkningen på det norske valutamarkedet av driftsbalansen korrigert for kapitalutgang relatert til petroleumsvirksomheten.

Valutahandelsstatistikken som har vært samlet inn siden oktober 2005, indikerer også at petroleumsfondmekanismen har bidratt til balanse i det norske valutamarkedet. Som illustrert i figur 12, bygger oljeselskapene opp sine kronebeholdninger relativt jevnt i løpet av året. Selv om det er noe større variasjon i Norges Banks valutakjøp, motvirker valutakjøpene i stor grad oljeselskapenes kjøp av kroner til å dekke petroleums-skattene og andre utgifter i norske kroner. Analyser av valutahandelsstatistikken indikerer for øvrig at det ikke er oljeselskapenes eller Norges Banks valutatransaksjoner, men utenlandske finansinstitusjoners valutatransaksjoner som i første rekke initierer endringer i kronekursen.

Referanser

- Flatner, Alexander og Preben H. Tornes (2002): *Bankenes likviditet og Norges Banks likviditetsstyring*. Kompendium, Norges Bank, www.norges-bank.no
- Kran, Lars-Christian og Grete Øvre (2001): «Norges Banks system for å styre renten». *Penger og Kreditt 1/2001* s 43–48, også på www.norges-bank.no
- Norges Bank (2004 a): *Finansiell stabilitet 2/04*
- Norges Bank (2004 b): «Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet», kapittel 4 og 7. *Norges Banks skriftserie nr. 34*, s 41–46, 91–106
- Norges Bank internett: www.norges-bank.no
- St.meld.nr.24 (2006–2007): *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006*, s.7