

Nr. 9 | 2013

Aktuell kommentar

Markedsoperasjoner og analyse

Strukturell likviditet

*Ellen Aamodt og Kristian Tafford**

STRUKTURELL LIKVIDITET

Ellen Aamodt og Kristian Tafjord¹

Strukturell likviditet er nivået på reservene i banksystemet før Norges Bank gjennomfører markedsoperasjoner for å tilføre eller trekke reserver ut av banksystemet. Det er bare sentralbanken som kan skape reserver. Staten, som har sin konto i Norges Bank, kan imidlertid foreta transaksjoner som påvirker strukturell likviditet. De daglige variasjonene i strukturell likviditet bestemmes i hovedsak av slike transaksjoner mellom staten og dens motparter som har konti i private banker. Denne kommentaren drøfter hvilke faktorer som påvirker strukturell likviditet, hva som bestemmer nivået og hvorfor strukturell likviditet i dag tidvis er positiv. Avslutningsvis gir vi en kommentar til prognosen for strukturell likviditet for 2014.

1. Bakgrunn

Målet i likviditetspolitikken er å implementere hovedstyrets rentebeslutning ved å sørge for at de kortsiktige pengemarkedsrentene blir liggende nær styringsrenten. Dette krever et system for styring av bankenes reserver. Med bankenes reserver menes bankenes innskudd i sentralbanken. De omtales som "sentralbankreserver", "reserver" eller som "bankenes likviditet" og fremkommer på gjeldssiden av sentralbankens balanse. Figur 1 viser en forenklet versjon av Norges Banks balanse.²

Figur 1. De største postene på Norges Banks balanse.

Eiendeler	Gjeld og egenkapital
Utlån til banker	Innskudd fra banker
Valutareserver Den langsiktige reserveporteføljen Pengemarkedsporteføljen Petrobufferporteføljen	Innskudd fra staten Sedler og mynt
Valutaplasseringer for SPU	Kronekonto for SPU
Andre eiendeler	Egenkapital

Det er kun sentralbanken som kan skape reserver. Norges Bank kan skape reserver på to måter, enten ved å kjøpe valuta eller verdipapirer³ fra aktører i økonomien (sentralbanken betaler da med reserver), eller ved å låne penger (reserver) til bankene. Summen av reservene Norges Bank tilfører bankene, må de plassere som innskudd i Norges Bank, på deres respektive foliokonti. Disse reservene, bankenes folioinnskudd, er det eneste godkjente betalingsmiddelet

¹ Ellen Aamodt og Kristian Tafjord er henholdsvis rådgiver og konsulent i Markedsoperasjoner og analyse i Norges Bank. Synspunktene i denne kommentaren er forfatternes egne og kan ikke nødvendigvis tillegges Norges Bank. Takk til kunnskapsrike kollegaer for diskusjon, innspill og kommentarer.

² For nærmere omtale av Norges Banks balanseposter, se "Norges Banks balanse og resultat", Norges Bank Staff Memo 9/2013, av Ellen Aamodt og Marie Norum Lerbak. Begrepet sentralbankreserver drøftes også i "Om pengemengden", Norges Bank Staff Memo 14/2013 av Marie Norum Lerbak, da særlig i relasjon til andre pengemengdebegreper.

³ Bortsett fra i tilfeller hvor omvendte gjenkjøpsavtaler i statspapirer har blitt benyttet (se avsnitt 2.2), har Norges Bank siden 2004 ikke hatt verdipapirer i norske kroner på balansen.

mellom banker, og bankene må ha reserver for å gjøre opp betalinger seg imellom.⁴ Reservene blir flyttet rundt mellom bankenes konti i sentralbanken i et lukket system. Når en bank overfører penger til en annen bank, foregår oppgjøret ved å justere de to bankenes folioinnskudd i Norges Bank. Overføringer mellom bankene påvirker ikke den totale mengden reserver i banksystemet, kun hvordan reservene er fordelt mellom bankene.⁵

Reservene i banksystemet bestemmes av to forhold, autonome faktorer og sentralbankens markedsoperasjoner. Med autonome faktorer menes forhold som bestemmes av andre enn sentralbanken. De autonome faktorene bestemmer strukturell likviditet. Fire hovedfaktorer inngår i gruppen av autonome faktorer; sedler og mynt, statens låneopptak, statens daglige transaksjoner og Norges Banks kjøp av valuta til Statens Pensjonsfond Utland (SPU) på vegne av staten.

I likhet med bankene har også staten konto i Norges Bank. All betalingsformidling for staten skjer i de private bankene, men hver dag ved banksystemets stengtids nettes alle betalinger, og statens midler føres tilbake til hovedkontoen i Norges Bank. Når publikum betaler skatt til staten, skjer dette ved at bankene overfører reserver fra sine foliokonti til statens konto i Norges Bank. Dermed reduseres mengden reserver i banksystemet. Motsatt, når staten overfører penger til publikum (lønninger, trygder og ulike overføringer), og når statspapirer forfaller for utbetaling, overføres reserver fra statens konto i sentralbanken til bankenes konti i sentralbanken. Dermed øker reservene i banksystemet.

Mengden sedler og mynt i omløp bestemmes av publikums etterspørsel etter kontanter. Når etterspørselen etter sedler og mynt fra publikum øker, kjøper bankene kontanter fra sentralbanken ved å trekke på sine folioinnskudd i Norges Bank, og selger det videre til publikum. Dermed reduseres mengden reserver i banksystemet.

Gitt nivået på strukturell likviditet må Norges Bank tilføre reserver til eller trekke reserver ut av banksystemet for å holde den totale mengden reserver på ønsket nivå. Norges Bank foretar markedsoperasjoner med sikte på å styre reservene i banksystemet ved såkalte F-lån og F-innskudd. Slike lån og innskudd har normalt løpetid fra én dag opp til 2-3 uker. Norges Banks F-lån til bankene fremkommer på sentralbankens eiendelsside, mens F-innskudd dukker opp på gjeldssiden til sentralbanken.⁶ Summen av strukturell likviditet og sentralbankens markedsoperasjoner utgjør total likviditet i banksystemet. Norges Bank har et mål for nivået på total likviditet som følger av systemet som er valgt for å implementere pengepolitikken.

Figur 2 viser strukturell og total likviditet fra 2008. Svingningene i strukturell likviditet drøftes under. Total likviditet varierer mye og har hatt en økende trend fram mot slutten av 2011. Etter dette har total likviditet holdt seg stabil rundt 35 mrd. kroner. Dette er et resultat av omleggingen av Norges Banks likviditetsstyringssystem høsten 2011. Før dette styrte Norges Bank bankenes reserver i et såkalt gulvsystem, der bankene fikk forrentet alle sine reserver til styringsrenten. Norges Bank hadde da ikke et bestemt mål for nivået på reservene. Fra oktober

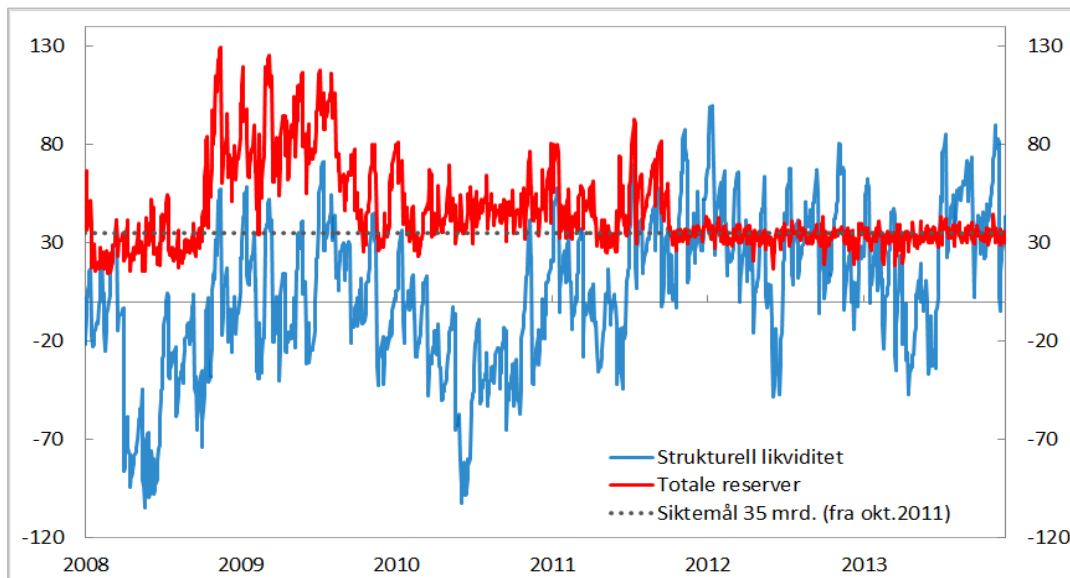
⁴ I prinsippet kan også banker gjøre opp seg i mellom med kontanter, men i praksis foregår alt oppgjør med reserver. Banker som har satt ut oppgjørene sine til en oppgjørsbank, får transaksjoner utført med kreditt gitt av oppgjørsbanken.

⁵ Se "Misforståtte sentralbankreserver", Norges Bank Aktuell Kommentar 1/2012 av Tom Bernhardsen og Arne Kloster for nærmere drøfting av dette.

⁶ På aktivassiden inngår også sentralbankens valutareserver. SPU inngår både på eiendelssiden (valutaplasseringene) og gjeldssiden (kroneverdien av fondet som eies av staten).

2011 har Norges Bank siktet mot å holde den totale mengden reserver i banksystemet på 35 milliarder kroner. I dette systemet får bankene forrentet kun en viss mengde reserver – en kvote – til styringsrenten. Innskudd utover kvoten forrentes til en lavere rente, den såkalte reserverrenten.⁷

Figur 2. Utviklingen i strukturell og total likviditet. Jan. 2008 – nov. 2013.



For å kunne styre den totale mengden reserver i banksystemet utarbeider Norges Bank prognoser for utviklingen i strukturell likviditet. Prognosen oppdateres hver mandag og torsdag på Norges Banks hjemmesider.⁸ Prognosen gir bankene som deltar i Norges Banks markedsoperasjoner, et bedre grunnlag for å vurdere kommende F-låns- og F-innskuddsauksjoner, samt størrelsen og løpetiden på dem. Prognosen kan derfor være til hjelp for bankene i deres likviditetsstyring. Som nevnt over, strukturell likviditet bestemmes i hovedsak av endringer i sedler og mynt, statens låneopptak, statens daglige transaksjoner og Norges Banks kjøp av valuta til SPU. I tillegg vil strukturell likviditet påvirkes hvis Norges Bank kjøper eller selger valuta eller verdipapirer i markedet, samt av såkalte gjenkjøpsavtaler og omvendte gjenkjøpsavtaler i statspapirmarkedet. I det følgende drøfter vi nærmere hvordan de ulike komponentene påvirker strukturell likviditet.

2. Transaksjoner mellom staten og banksystemet

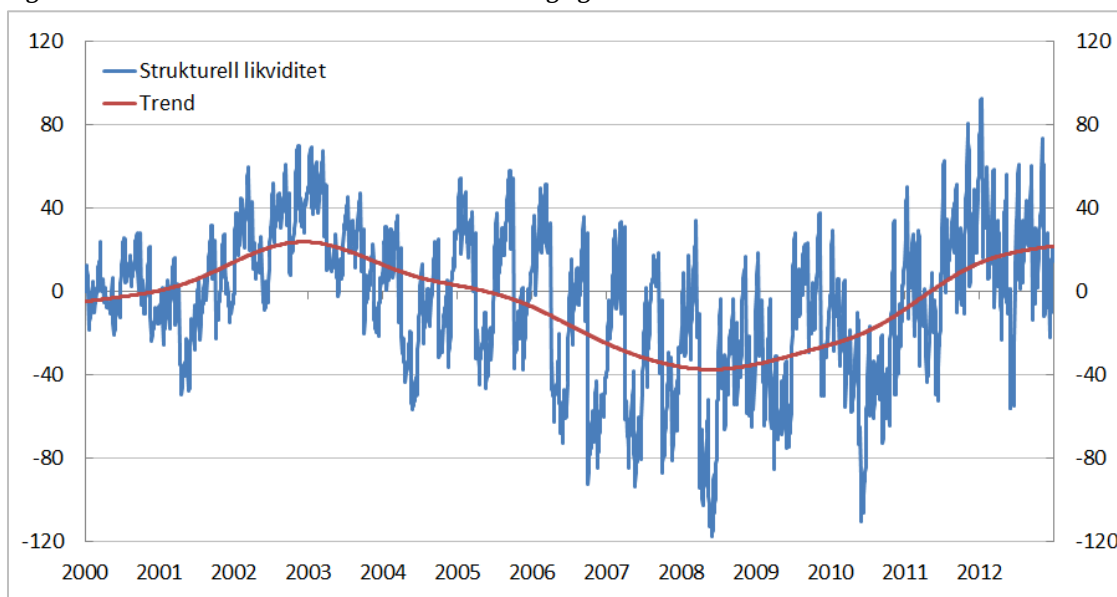
Det er transaksjoner mellom staten og banksystemet som skaper de største svingningene i strukturell likviditet. Innbetalinger fra banksystemet til staten reduserer strukturell likviditet,

⁷ Ulike likviditetsstyringssystemer, herunder gulvsystemet og såkalte korridorsystem, er omfattende temaer og drøftes ikke her. For nærmere drøfting, se "Liquidity management system: Floor or corridor?", Norges Bank Staff Memo 4/2010 av Tom Bernhardsen og Arne Kloster og "Systemer for likviditetsstyring: Oppbygging og egenskaper", Norges Bank Staff Memo 5/2011 av Olav Syrstad. Bakgrunnen for omleggingen av likviditetsstyringssystemet i Norge og beskrivelse av det nåværende systemet drøftes på Norges Banks nettsider, se <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/likviditetsstyring/likviditetsstyringssystemet/> og <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/likviditetsstyring/likviditetsstyringssystemet/styring-av-bankenes-reserver-systemet-i-norge/>

⁸ Prognosene finnes her: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/likviditetsstyring/statistikk-og-prognoser/>. For mer informasjon om hvordan prognosen utarbeides, se <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/likviditetsstyring/likviditetsprognoser/>

mens utbetalinger fra staten til banksystemet øker strukturell likviditet. For eksempel mottok staten i 2012 om lag 235 milliarder i skatt på formue og inntekt, 230 milliarder i oljeskatt fra petroleumsselskaper og 220 milliarder kroner i merverdiavgift. Samme år betalte staten ut nærmere 150 milliarder kroner i tilskudd til kommuner, over 100 milliarder til helseforetakene og om lag 350 milliarder gjennom Folketrygden. Selv om disse beløpene er fordelt på flere transaksjoner gjennom et helt år, kan transaksjonene knyttet til en enkelt betaling på en enkelt dag være på opp mot 90 milliarder kroner. Ved slike tilfeller vil strukturell likviditet, alt annet likt, endre seg med tilsvarende beløp. Figur 3 viser utviklingen i strukturell likviditet fra januar 2000 til desember 2012 (inkludert trend).

Figur 3: Strukturell likviditet. 2000-2012. Daglige data. Milliarder kroner.⁹

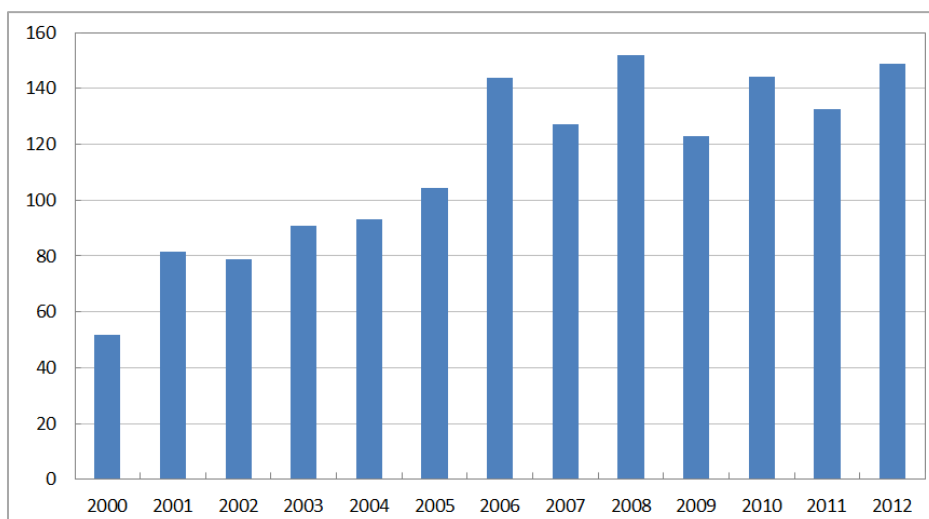


Majoriteten av transaksjonene mellom staten og banksystemet følger en fast kalender. Det medfører at strukturell likviditet følger et regulært årlig mønster. Mønsteret kommer til syne i figur 3 der den blå linjen oppfører seg ganske likt år for år. Når det skjer endringer i mønsteret for en eller flere av strømmene mellom staten og banksystemet, påvirkes mønsteret i strukturell likviditet. I 2008 ble for eksempel petroleumsselskapenes innbetaling av oljeskatt økt fra to til seks årlige terminer. Det medførte at utslagene i strukturell likviditet som følge av oljeskatteinntalinger ble flere, og relativt mindre i størrelse.

Figur 4 viser differansen mellom det laveste og det høyeste nivået for strukturell likviditet hvert år i perioden 2000-2012 og gir et inntrykk av hvordan størrelsen på svingningene i strukturell likviditet har utviklet seg over tid.

⁹ I trendlinjen er det benyttet et HP filter med $\lambda=1\ 000\ 000\ 000$.

Figur 4: Differanse mellom høyeste og laveste nivå på strukturell likviditet. 2000-2012. Milliarder kroner.



Differansen mellom høyeste og laveste nivå for strukturell likviditet har hatt en stigende trend siden 2000. Hovedårsaken er at statsbudsjettet vokser nominelt år for år. Da øker også de nominelle strømmene mellom staten og banksystemet, noe som gir større svingninger i strukturell likviditet.

Alle statlige transaksjoner som påvirker strukturell likviditet, skjer via statens konto i Norges Bank. Innstående på statens konto i Norges Bank kalles gjerne "statens kontantbeholdning". For å ha en stor nok buffer til å dekke løpende og uforutsette betalingsforpliktelser, ønsker staten at kontantbeholdningen normalt ikke skal være under 50 milliarder kroner. Kontantbeholdningen svinger mye i løpet av et år. For eksempel varierte den mellom 75 og 225 milliarder kroner i 2011 og mellom 55 og 250 milliarder i 2012. Som for strukturell likviditet vil også de nominelle svingningene på statens konto øke i takt med størrelsen på statsbudsjettet.

De påfølgende avsnittene ser nærmere på andre transaksjoner mellom staten og banksystemet som påvirker strukturell likviditet.

2.1 Statens lånoptak i markedet

Staten låner penger ved å utstede statspapirer (statskasseveksler og statsobligasjoner).¹⁰ Ved førstehåndssalg av statspapirer reduseres strukturell likviditet.¹¹ Tilsvarende, når statslånet forfaller, må staten betale tilbake det lånte beløpet. Det fører til en økning i strukturell likviditet. Dersom nivået på utestående beholdning av statspapirer holdes konstant over tid, vil effekten av

¹⁰ Norges Bank har ansvar for alle operative oppgaver i forhold til statspapirene. Alle transaksjoner, bortsett fra oppgjør i omvendte gjenkjøpsavtaler, skjer imidlertid på statens balanse. For mer informasjon om statsgjeldsforvaltningen, se <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/statsgjeld/>

¹¹ Det er fordi banken som kjøper statspapiret betaler for dette med sentralbankreserver. Dermed reduseres bankenes innskudd i Norges Bank, mens statens innskudd øker tilsvarende. Etter at banken har mottatt papiret, står den fritt til å selge det videre til en annen aktør i annenhåndsmarkedet. Slike transaksjoner innebærer at statspapirer og reserver flyttes internt i banksystemet, men påvirker ikke nivået på strukturell likviditet.

statspapirer på strukturell likviditet på lang sikt være nøytral.¹² Staten har to typer låneprogram, kortsiktig opplåning i vekslers og langsiktig opplåning i obligasjoner.

Kortsiktig opplåning: Statskasseveksler

Statskasseveksler er nullkupongpapirer med løpetid opp til ett år. Nye statskasseveksler utstedes på faste datoer, såkalte IMM-datoer¹³, og de forfaller på tilsvarende IMM-dato året etter. I løpet av statskassevekselens "levetid" kan volumet (lånebeløpet) utvides.¹⁴ Statens opplåning i statskasseveksler har til hensikt å sikre at staten til enhver tid har tilstrekkelig likviditet ("kontanter") på sin konto i Norges Bank til å møte sine betalingsforpliktelser, jamfør omtalen av statens kontantbeholdning i Norges Bank over. Som nevnt ønsker staten til enhver tid å ha minimum 50 milliarder kroner tilgjengelig på konto i Norges Bank. I prinsippet skulle det derfor, gitt minimumsnivået på kontantbeholdningen, utstedes akkurat like stort volum i statskasseveksler til å erstatte det som forfaller. Da ville virkningen av statens opplåning i statskasseveksler på strukturell likviditet være nøytral. I praksis må en øke utstedelsen av statskasseveksler i forkant av perioder der staten har vedvarende netto utbetalinger. Perioder med økt vekselopplåning vil bli etterfulgt av perioder med redusert vekselopplåning. Slike sykler følger ikke nødvendigvis kalenderåret. Derfor kan det noen ganger være problematisk å sammenligne utstedelsesvolum med forfallsvolum år for år. I 2012 ble det for eksempel utstedt statskasseveksler for til sammen 62 milliarder kroner, mens forfall av vekslers var 45 milliarder kroner. Økningen i netto vekselopplåning på 17 milliarder kroner skulle sørge for opprettholdelse av minimumsnivået på kontantbeholdningen i en periode med stor utflyt fra statens konto.

I 2008 ble den såkalte bytteordningen etablert for å sikre bankene lengre finansiering. Staten inngikk avtaler med bankene der de byttet statskasseveksler mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). Ordningen fikk et totalt omfang på 230 milliarder kroner og innebar at utestående volum i statskasseveksler økte tilsvarende. Statskasseveksler som er blitt utstedt i forbindelse med bytteordningen har imidlertid ikke påvirket strukturell likviditet, ettersom de ble byttet mot verdipapirer og ikke mot sentralbankreserver.¹⁵

Langsiktig opplåning: Statsobligasjoner

Statens langsiktige opplåning skal finansiere statens utlån til statsbankene¹⁶ og skjer ved at staten utsteder statsobligasjoner. Statsobligasjoner har opprinnelig løpetid på over ett år og gir eieren rett til en fast, årlig kupongrente. De seneste årene har staten åpnet et nytt obligasjonslån med 11 års løpetid annethvert år i partallsår (2000, 2002 etc.). Da har forfallene kommet i oddetallsår (2001, 2003 etc.). Den øvrige langsiktige opplåningen har foregått ved at eksisterende lån har blitt utvidet. Staten har med dette til enhver tid hatt fem til seks utestående

¹² Statens renteutgifter på statsgjelden reduserer statens konto og øker strukturell likviditet. Alt annet likt vil positiv netto renteutgift for staten føre til høyere strukturell likviditet.

¹³ Internasjonal standard for oppgjørstid; tredje onsdag i mars, juni, september og desember hvert år.

¹⁴ Dette betyr at en statskasseveksel som utstedes ved første IMM-dato (midten av mars), har 12 måneders løpetid og dermed forfaller for tilbakebetaling i midten av mars året etter. Denne vekselen vil da i midten av juni ha 9 måneders løpetid. Hvis vekselen utvides i juni, utstedes da i realiteten vekslers med 9 måneders løpetid.

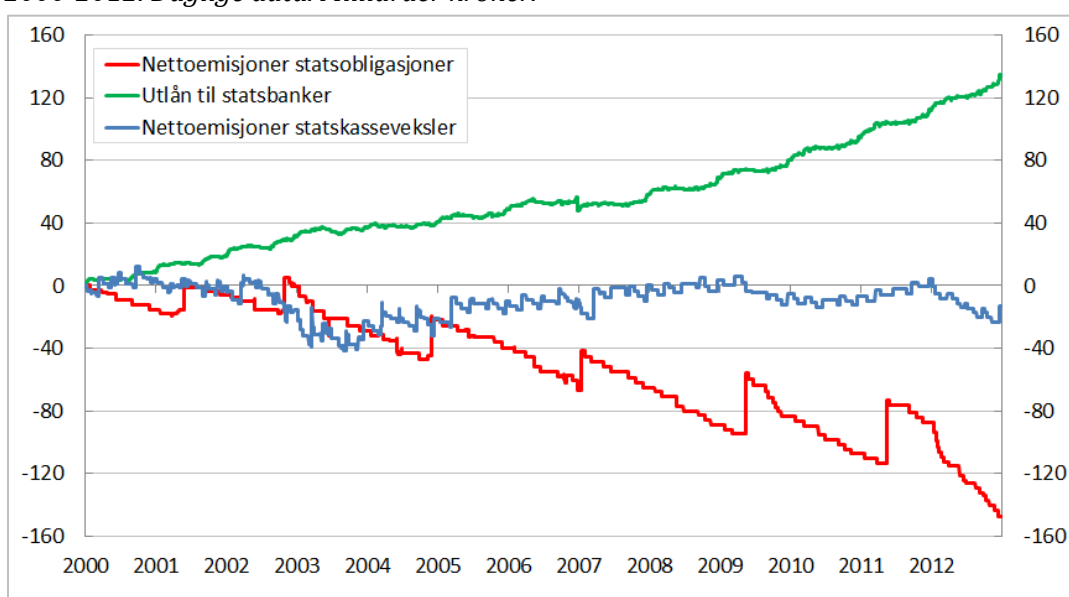
¹⁵ For nærmere detaljer om bytteordningen, se <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/bytteordningen/>

¹⁶ Statsbankene inkluderer blant annet Statens lånekasse for utdanning, Husbanken og Eksportkreditt.

obligasjonslån i markedet. Obligasjonsopplåningens effekt på strukturell likviditet følger med dette et markert toårig mønster (jamfør figur 2).

I år med økt netto obligasjonsopplåning (både utvidelse av eksisterende og utstedelse av en ny obligasjon) reduseres nivået på strukturell likviditet. I 2012 ble det utstedt statsobligasjoner for totalt 60 milliarder kroner, fordelt på flere tidspunkt gjennom året. Dette bidro til å redusere strukturell likviditet. I år hvor obligasjonslån forfaller, tilføres banksystemet mye reserver. Eksempelvis forfalt det i mai 2011 40 milliarder kroner i statsobligasjonslån NST 469. Eksisterende lån blir også utvidet i år hvor et av obligasjonslånene forfaller. I 2011 ble eksisterende obligasjonslån utvidet med til sammen 20 milliarder kroner fordelt på seks auksjoner. Året 2011 sett under ett bidro statsobligasjonene dermed til at strukturell likviditet økte med 20 milliarder kroner.

Figur 5: Statspapirenes akkumulerte likviditetseffekt og statens akkumulerte utlån til statsbanker. 2000-2012. Daglige data. Milliarder kroner.



Figur 5 viser den akkumulerte effekten statskasseveksler, statsobligasjoner og statens utlån til statsbankene har hatt på strukturell likviditet i perioden 2000-2012.¹⁷ Når akkumulert nettoeffekt på strukturell likviditet av statens opplåning i statskasseveksler (blå linje) er negativ, er utstedelsene større enn forfallene og innebærer lavere strukturell likviditet. Dersom vekselopplåningen til enhver til hadde vært eksakt lik forfallene, ville den blå linjen alltid være null. At den blå linjen varierer rundt null illustrerer at opplåning og forfall ikke nødvendigvis sammenfaller i tid. Det har å gjøre med at staten i perioder kan ønske en større eller mindre kontantbeholdning, jamfør tidligere diskusjon.

Den røde linjen i figur 5 viser akkumulert nettoeffekt på strukturell likviditet av statens obligasjonsopplåning. "Hoppene" i den røde linjen annethvert år representerer forfall av en statsobligasjon (eksempelvis i 2009 og 2011). Ved slike hopp øker strukturell likviditet. I år uten forfall (eksempelvis i 2010 og 2012) ser vi at opplåningen gjennomgående bidrar til å redusere strukturell likviditet. Den røde linjen har hatt en negativ trend i hele perioden. Det betyr at

¹⁷ Renteutgifter på opplåningen er ikke tatt med. Renteutgifter på statsgjelden gir alt annet likt lavere overskudd på statsbudsjettet. Samtidig har staten renteinntekter på utlån fra statsbankene mm. som alt annet likt gir høyere overskudd på statsbudsjettet.

statens opplåning i obligasjoner har vært høyere enn forfallene og at utestående beholdning av statsobligasjoner har vokst over tid.

Utviklingen i utestående beholdning av statsobligasjoner må ses i sammenheng med den grønne linjen, som viser statens akkumulerte utlån til statsbanker. Når staten låner ut penger til statsbankene, overføres reserver fra statens konto i Norges Bank til bankenes konti i Norges Bank. Da øker strukturell likviditet. Som nevnt over skal statens utlån til statsbankene finansieres gjennom statens obligasjonsopplåning. Over tid skal netto utlån til statsbankene da være lik netto opplåning i obligasjoner. I så fall påvirkes ikke nivået på strukturell likviditet over tid. I figur 5 fremkommer dette ved at absoluttverdien på den røde og den grønne linjen over tid skal være lik.¹⁸

2.2 Gjengkjøpsavtaler og omvendte gjengkjøpsavtaler

Banker som er primærhandlere¹⁹ i norske statspapirer, kan inngå såkalte gjengkjøpsavtaler og omvendte gjengkjøpsavtaler med staten. En gjengkjøpsavtale innebærer at staten låner ut statspapirer for et visst beløp til en bank (veksel eller obligasjon) for inntil én uke, i bytte mot reserver (reserver overføres fra bankens konto til statens konto i Norges Bank). Dermed reduseres strukturell likviditet. Ved avtalens forfall reverseres transaksjonen slik at reserver føres tilbake fra statens konto til bankens konto. Gjengkjøpsavtaler gir midlertidige reduksjoner i strukturell likviditet, men påvirker ikke nivået over tid.

Omvendte gjengkjøpsavtaler innebærer at banker kan låne statspapirer til Norges Bank i bytte mot reserver. Rekkefølgen i transaksjonene blir det motsatte som ved gjengkjøpsavtaler. De gir midlertidige økninger i strukturell likviditet, men påvirker ikke nivået over tid. I tillegg til at likviditetseffekten av gjengkjøpsavtaler og omvendte gjengkjøpsavtaler er midlertidige, finnes det også beløpsgrenser for denne typen avtaler. Dette gjør at også utslagene i strukturell likviditet som følge av slike avtaler er svært begrenset.

2.3 Norges Banks kjøp av valuta til SPU

Den norske stat har store inntekter fra petroleumsvirksomheten. Dette er inntekter både i kroner og i valuta. En del av disse inntektene brukes hvert år til å dekke underskuddet på statsbudsjettet. Resten overføres til SPU. Norges Bank har, på oppdrag fra Finansdepartementet, ansvar for å gjennomføre overføringene til SPU. Siden SPU utelukkende investeres i valuta, må også Norges Bank forestå valutavekslingene som er nødvendige for å dekke overføringene til SPU.²⁰

Statens inntekter fra petroleumssektoren, også kalt statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, består i hovedsak av inntekter fra Statens Direkte Økonomiske Engasjement (SDØE), oljeskatter og utbytte fra Statoil. En stor del av overføringene til fondet kommer fra inntekter fra salg av statens egen petroleum (SDØE). SDØE har tilnærmet alle sine inntekter i utenlandsk valuta, og fordi SDØE ikke betaler skatt, overføres inntektene direkte til

¹⁸ Ved årsslutt 2012 hadde staten lånt opp noe mer enn det som var lånt ut til statsbankene. Dette var fordi den måtte finansiere deler av obligasjonsforfallet som kom i 2013.

¹⁹ For nærmere informasjon om primærhandlere og primærhandleravtalen, se <http://www.norges-bank.no/no/om/nyhetsarkiv/2012/primarhandleravtaler/>

²⁰ Deler av dette og neste avsnitt trekker på "Petroleumsfondsmekanismen og Norges Banks kjøp av valuta til SPU", Norges Bank Aktuell Kommentar 14/2012 av Ellen Aamodt. Der drøftes Norges Banks valutakjøp til SPU og petroleumsfondsmekanismen mer detaljert.

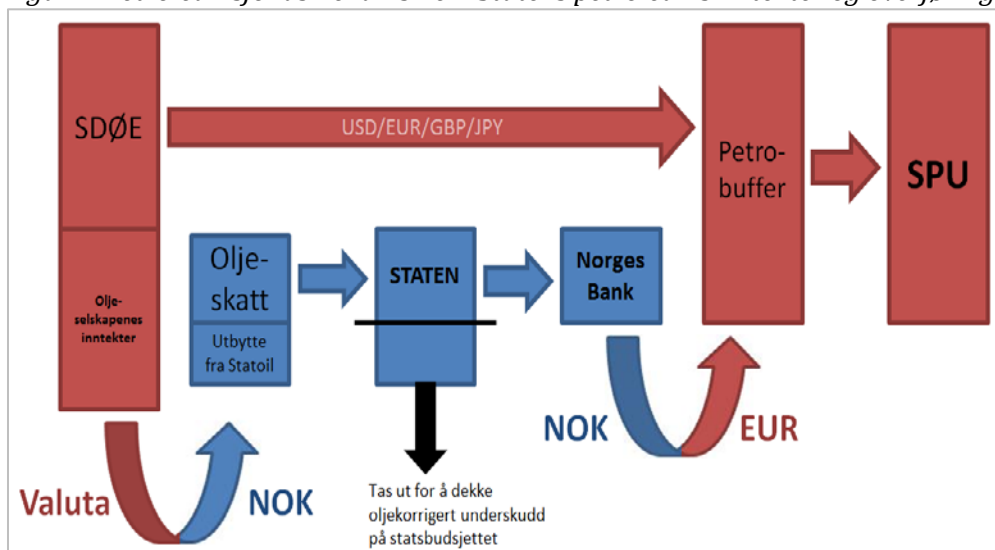
SPU i valuta (via petrobufferporteføljen i Norges Bank).²¹ Resten av overføringene skjer ved at petroleumsselskapene først veksler om sine inntekter i valuta til norske kroner, og så betaler skatt til staten i kroner.²² Deretter kjøper Norges Bank valuta på vegne av staten og overfører den til fondet. Sagt på en annen måte; Norges Bank kjøper valuta for den delen av statens kroneinntekter fra petroleumsvirksomheten som ikke brukes over statsbudsjettet.

Vi kan oppsummere sammenhengene mellom de ulike størrelsene på følgende måte:

Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten = Oljeskatter + Inntekter fra SDØE + Utbytte fra Statoil = Oljekorrigert underskudd statsbudsjettet + Avsetningen til SPU

Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, brukes til å dekke et oljekorrigert underskudd på statsbudsjettet og til avsetninger til SPU. Petroleumsfondsmekanismen, Norges Banks kjøp av valuta og overføring til SPU er illustrert i figur 6.

Figur 6. Petroleumsfondsmekanismen: Statens petroleumsinntekter og overføringer til SPU*.



*Røde felt og piler angir kontantstrømmer i valuta. Blå felt og piler angir kontantstrømmer i kroner.

Over tid virker petroleumsfondsmekanismen, slik den er beskrevet over, nøytralt på likviditeten i banksystemet (på både strukturell og total likviditet). Inntektene fra SDØE overføres direkte til staten i utenlandsk valuta og påvirker ikke reservene i banksystemet, verken på kort eller lang sikt. Innbetaling av oljeskatter i kroner, Norges Banks kjøp av valuta og statens oljekorrigerte underskudd har imidlertid kortsiktige effekter fordi transaksjonene knyttet til disse ikke inntreffer samtidig. Tre forhold er sentrale:

1. Innbetaling av oljeskatt fra petroleumsselskapene og utbytte fra Statoil til staten (som skjer i kroner) innebærer at reserver overføres fra bankenes foliokonti i Norges Bank til statens konto i Norges Bank. Dette er en inndragning av reserver fra banksystemet slik at strukturell likviditet isolert sett faller.

²¹ Inntektene fra SDØE overføres hver dag til staten via en valutaportefølje i Norges Bank kalt petrobuffer, der de blir samlet opp før endelig overføring til SPU finner sted én gang i måneden.

²² Når oljeskattene betales, overføres beløpene olje- og gasselskapene skal betale fra selskapenes konti i norske banker til statens konto i Norges Bank. Oljeskattene innbetales seks ganger i året, 1. februar, 1. april, 1. juni, 1. august, 1. oktober og 1. desember. Utbyttet fra Statoil er en direkte overføring i norske kroner fra Statoils konto i én av de norske bankene til statens konto i Norges Bank.

Over tid kommer den samme mengden reserver tilbake til banksystemet via to kanaler:

2. En del av reservene kommer tilbake til banksystemet når Norges Bank kjøper valuta til SPU. Når Norges Bank kjøper valuta, betaler sentralbanken ved å godskrive bankenes foliokonti i Norges Bank.²³
3. Resten av reservene tilføres banksystemet når staten bruker oljepenger over statsbudsjettet. Når staten betaler for varer og tjenester, eller overfører penger til ulike deler av økonomien, reduseres statens innskudd i Norges Bank, mens bankenes innskudd øker tilsvarende.

Samlet sett er likviditetseffekten av Norges Banks valutakjøp pluss likviditetseffekten av det oljekorrigerte underskuddet lik likviditetseffekten av olje- og gasselskapenes innbetaling av oljeskatter og utbyttet fra Statoil. Den samlede effekten på likviditeten i banksystemet er dermed nøytral.²⁴

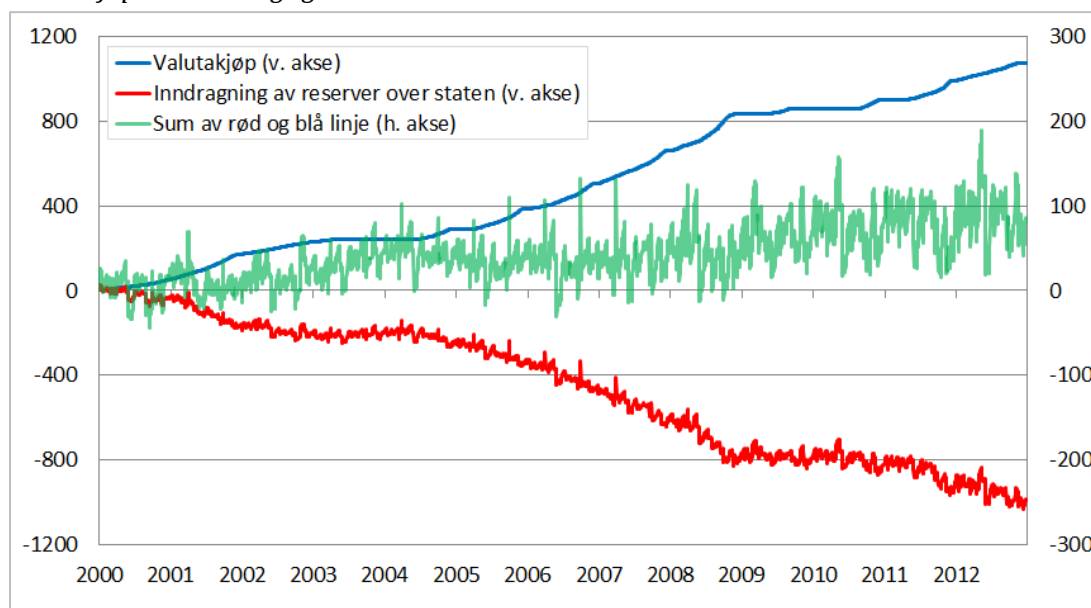
3. Økningen i strukturell likviditet siden 2000

Så lenge staten har innskudd i Norges Bank, skal strukturell likviditet isolert sett i prinsippet være negativ. Likevel er strukturell likviditet i Norge tidvis positiv, jamfør figur 2. Dette avsnittet vil gi en forklaring på hvorfor det er slik. Sentrale størrelser er inndragningen av reserver over statens konto og Norges Banks valutakjøp til SPU.

²³ Når Norges Bank senere overfører avsetningen til SPU, belastes statens konto for valutakjøp som går med til å dekke avsetningen.

²⁴ I eksempelet over antok vi at det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet var mindre enn kroneskattene fra oljeselskapene. Dersom det oljekorrigerte underskuddet hadde vært større enn kroneskattene fra oljeselskapene, hadde ikke disse alene vært tilstrekkelig store til å dekke underskuddet. For å få nok kroner til å dekke underskuddet hadde petroleumsfondsmekanismen da implisert salg av valuta fra SDØE-inntektene. Salg av valuta og kjøp av kroner ville isolert sett redusert likviditeten i banksystemet. Den samlede effekten på likviditeten ville likevel være nøytral da den negative effekten på likviditeten som skyldes innbetaling av oljeskattene pluss den negative effekten på likviditeten som skyldes Norges Banks kronekjøp ville bli motsvart av den positive effekten på likviditeten av det oljekorrigerte underskuddet.

Figur 7. Akkumulert inndragning av reserver over statens konto og Norges Banks akkumulerte valutakjøp til SPU. Daglige data. Mrd. kr. 2000-2012.



Den røde linjen i figur 7 viser akkumulerte transaksjoner i norske kroner mellom staten og banksystemet fra januar 2000. Alle transaksjoner over statens konto er tatt med, herunder innbetaling av skatter, utbetaling av pensjoner, trygd og tilskudd, forfall av statspapirer, statens lånoptak, statens utlån til statsbankene, etc. Ved innbetaling av skatter og avgifter til staten reduseres strukturell likviditet, og den røde linjen faller. Når staten bruker penger over statsbudsjettet, øker strukturell likviditet, og den røde linjen stiger.

Trenden i den røde linjen er tiltakende negativ, som betyr at statens transaksjoner med bankene har hatt en vedvarende inndragende effekt på reservene. Årsaken er statens løpende overskudd på statsbudsjettet (før avsetning til SPU).²⁵ I prinsippet skal Norges Bank veksle om nøyaktig samme beløp fra kroner til valuta. Da skal Norges Banks tilførsel av reserver gjennom valutakjøpene akkurat motsvare den inndragende likviditetseffekten over staten konto. I figur 7 viser den blå linjen Norges Banks akkumulerte valutakjøp siden januar 2000, mens den grønne linjen viser akkumulert differanse mellom den røde og den blå. Når den grønne linjen er positiv, betyr det at Norges Bank i enkelte perioder har kjøpt mer valuta til SPU enn det som senere viste seg å bli faktisk avsetning, særlig gjelder dette i 2002 og 2009.²⁶ At Norges Bank ved to tilfeller har kjøpt mer valuta enn avsetningen til SPU skulle tilsi, må ses i lys av usikkerhet om avsetningen i periodene det gjelder.

Norges Banks valutakjøp beregnes og besluttes måned for måned gjennom kalenderåret, hele tiden med et overordnet mål om at ved utgangen av året skal følgende regnestykke gå opp:

$$\text{Norges Banks valutakjøp} = \text{Avsetning til SPU} - \text{SDØEs valutainntekter}$$

²⁵ Som diskutert tidligere påvirker utstedelse og forfall av statspapirer strukturell likviditet kun midlertidig og er likviditetsnøytrale over tid. De påvirker derfor ikke trenden i den røde linjen.

²⁶ At Norges Bank kjøpte mer valuta enn avsetningen til SPU skulle tilsi, er tidligere drøftet i "Likviditetsstyringen i Norge og utviklingen i bankenes likviditet", Norges Bank Staff Memo 10/2010 av Erna Hoff. Hoff gir en nærmere oversikt over hvilke komponenter som har bestemt strukturell likviditet i årene 2000-2009.

For å unngå unødige svingninger i kronekursen ønsker Norges Bank å fordele valutakjøpene til SPU så jevnt som mulig utover året. Derfor beregner og kjøper Norges Bank valuta basert på en lang rekke anslag om statens kontantstrømmer fra petroleumsvirksomheten og det oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet, hvorav differansen utgjør avsetningen til SPU.

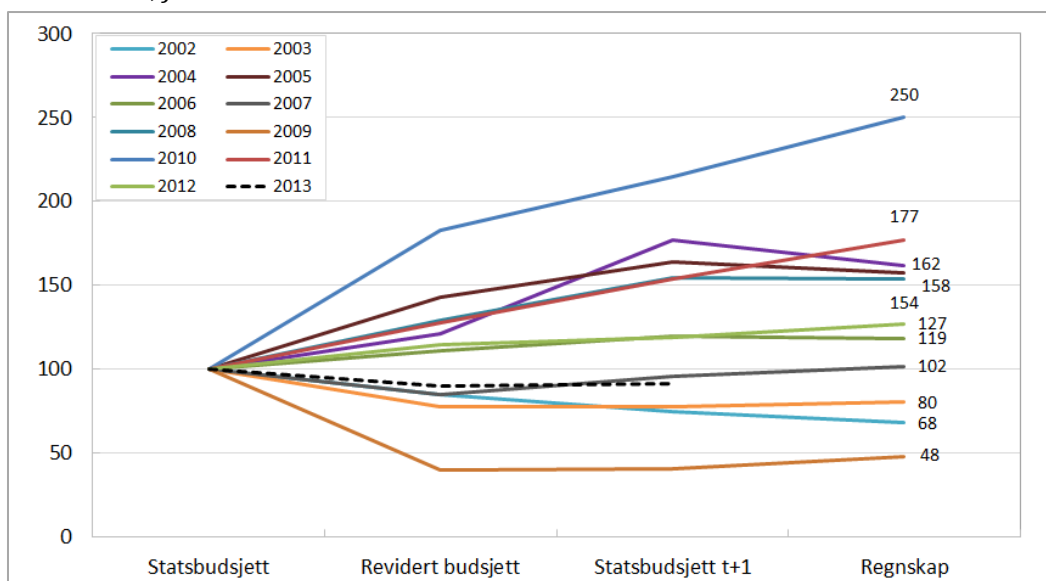
I prinsippet er Norges Banks valutakjøp differansen mellom avsetningen til SPU og inntektene fra SDØE. I praksis er regnestykket noe mer komplisert, ettersom beregningen av de månedlige valutakjøpene omfatter flere steg og mange parter. Finansdepartementet gir hver måned beskjed om størrelsen på avsetningen i kroner til SPU for neste måned, mens Petoro gir anslag for valutainntektene fra SDØE. Deretter gjør Norges Bank opp status (anslag og ønsket endring) for petrobufferporteføljen, både for inneværende måned og for neste måned. Norges Banks valutakjøp neste måned blir dermed bestemt av

$$\text{Norges Banks valutakjøp} = \text{Avsetning til SPU} - \text{SDØE valutainntekter} + [\text{saldo petrobuffer utgang måneden} - \text{saldo petrobuffer inngang måneden}]$$

Når nivået på valutakjøpene neste måned er bestemt, fordeles beløpet jevnt på antall handledager neste måned.

Finansdepartementets anslag for avsetningen til SPU ved inngangen av året følger normalt av statsbudsjettet foregående høst. Gjennom året kan den faktiske avsetningen avvike fra anslaget, avhengig av olje- og gasspriser, petroleumproduksjon og konjunktursituasjonen. Figur 8 viser utviklingen i Finansdepartementets anslag på avsetningen i forhold til det opprinnelige anslaget gitt av statsbudsjettet for hvert av årene fra 2002 til 2013. For hvert år er forventet anslag ved begynnelsen av året for de neste 12 månedene normalisert til 100. I flere år har avsetningen til fondet blitt betydelig oppjustert i forhold til det som ble anslått ved inngangen av året. Med andre ord, det er hvert år betydelig usikkerhet knyttet til den endelige størrelsen på avsetningen til SPU.

Figur 8. Utviklingen i Finansdepartementets anslag på årlig avsetning til SPU. 2002-2013. Normalisert, jan = 100.²⁷



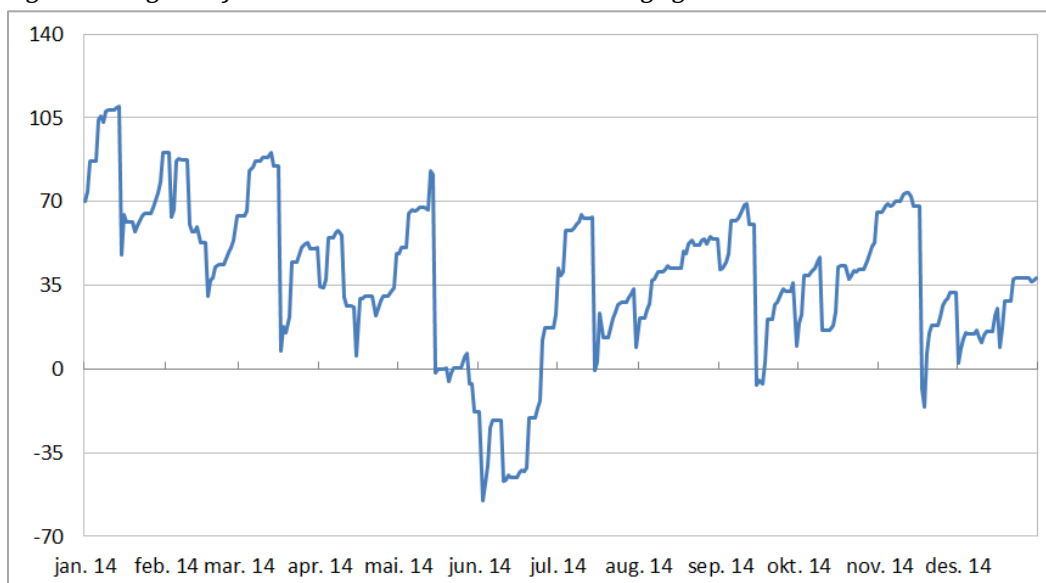
²⁷ Figuren har tolkning som prosentvis økning i anslaget på avsetningen til SPU som gitt i opprinnelig

Dette har ført til at Norges Bank noen år har kjøpt mer valuta enn det som har vært nødvendig for å dekke avsetningene til SPU. I 2002 og i 2009 ble avsetningen til SPU kraftig nedjustert etter at Norges Bank allerede hadde kjøpt mye valuta for å dekke årets avsetninger. I stedet for å "lagre" den overskytende valutaen i petrobuffer for å dekke senere års valutakjøp (som alt annet likt ville redusert behov for valutakjøp senere), besluttet Norges Bank å overføre valuta for henholdsvis 40 og 20 milliarder kroner til Norges Banks valutareserver (pengemarkedsporteføljen og den langsiktige reserveporteføljen). Dette har gitt en "permanent" økning i strukturell likviditet på til sammen 60 milliarder kroner. Tilførselen kommer til syne i den grønne linjen i figur 7, differansen mellom inndragningen av reserver over staten og tilførselen av reserver gjennom Norges Banks valutakjøp, og tilsvarer om lag de 60 milliardene som er kjøpt utover det avsetningen til SPU skulle tilsi.

4. Prognose for strukturell likviditet i 2014

Figur 9 viser Norges Banks prognose for utviklingen i strukturell likviditet i 2014.²⁸ Utgangspunktet for prognosen er tidligere års mønster for transaksjoner mellom staten og banksystemet, som justeres for forutsetningene for statens kontantstrømmer som gitt av statsbudsjettet for 2014. I tillegg er planen for statens opplåning i statskasseveksler og -obligasjoner lagt inn. Det er knyttet betydelig usikkerhet til prognosen. Konjunktursituasjonen, samt olje- og gasspriser er eksempler på usikkerhetsfaktorer som spiller en stor rolle for den faktiske utviklingen i strukturell likviditet.

Figur 9. Prognose for strukturell likviditet i 2014. Daglige data. Milliarder kroner.



statsbudsjett, til revidert budsjett, statsbudsjettet året etter og regnskap. For eksempel, i 2010, var avsetningen i revidert statsbudsjett over 50 prosent større enn anslått i statsbudsjettet. Regnskapsført avsetning var 150 prosent større enn anslått i statsbudsjettet 2010.

²⁸ Prognosen for strukturell likviditet oppdateres med ny informasjon to ganger i uken og publiseres på Norges Banks hjemmesider, se <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/likviditetsstyring/statistikk-og-prognoser/>. For mer informasjon om hvordan Norges Bank lager prognoser for strukturell likviditet, se <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/likviditetsstyring/likviditetsprognoser/> og http://www.norges-bank.no/pages/86136/Hvordan_lage_prognoser_for_likviditeten.pdf

Som figuren viser, er inngangsnivået på strukturell likviditet i 2014 ventet å være om lag 70 milliarder kroner. Strukturell likviditet vil ligge relativt høyt i begynnelsen av året, noe som følger av høy strukturell likviditet i 2013 etter forfallet av statsobligasjonslån NST 470 i mai 2013. Ifølge auksjonskalenderen for statens lånoptak i 2014 skal staten låne opp mot 70 milliarder kroner i statsobligasjoner og inntil 70 milliarder kroner i statskasseveksler i løpet av året. Dette bidrar til å trekke inn reserver og redusere strukturell likviditet. Det er ikke forfall av statsobligasjonslån i 2014. Det medfører at gjennomsnittlig strukturell likviditet vil ligge lavere i annen halvdel av 2014 enn i første.

Figur 10 er en forlengelse av utviklingen i strukturell likviditet fra 2000, inkludert prognosen for resten av 2013 og for 2014. Ikke overraskende ser vi at hovedmønsteret for strukturell likviditet, som har preget utviklingen siden 2000, gjentar seg i 2014.

Figur 10. Strukturell likviditet. 2000-2013 inkl. prognose for 2014.

