

Høringsnotat – utstedelse av sentralbanksertifikater

Høringsnotatet gir bakgrunnen for Norges Banks beslutning om å ta bruk sentralbanksertifikater som et instrument i likviditetsstyringen. I del 1 av notatet forklares hvordan Norges Bank styrer likviditeten i banksystemet for å nå målene i Norges Banks likviditetspolitikk. Bakgrunnen for økningen i strukturell likviditet de siste årene og hvordan høy strukturell likviditet påvirker måloppnåelsen i likviditetspolitikken er omtalt i del 2. Del 3 drøfter ulike måter å trekke inn overskuddslikviditet på, mens del 4 skisserer hvordan sentralbanksertifikater kan brukes i kombinasjon med dagens system for styring av likviditeten i banksystemet. I del 5 gis eksempler på forhold Norges Bank ønsker innspill på for å sikre at sertifikatene blir attraktive for et bredt sett investorer og for at markedet for sentralbanksertifikater blir velfungerende.

1. Målene i Norges Banks likviditetspolitikk og systemet for likviditetsstyring

Norges Bank skal sørge for lav og stabil inflasjon og fremme finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Likviditetspolitikken skal legge til rette for at de overordnede målene innenfor pengepolitikken og finansiell stabilitet nås.

Målene i Norges Banks likviditetspolitikk er nærmere omtalt i Norges Bank Memo nr. 3 (2021). Likviditetspolitikken skal:

- 1) Sikre bredt gjennomslag fra styringsrenten til markedsrentene
- 2) Legge til rette for et effektivt betalingssystem
- 3) Tilby likviditetsforsikring og være långiver i siste instans
- 4) Legge til rette for at likviditets- og kredittrisiko i størst mulig grad bæres av de private aktørene i det finansielle systemet

Frem til 2011 benyttet Norges Bank et såkalt gulvsystem for å sikre gjennomslag fra styringsrenten til markedsrentene. I et gulvsystem forrentes alle reserver til styringsrenten. Banker med overskuddslikviditet har da svake insentiver til å låne ut reserver til banker som har behov for reserver til oppgjørsformål. Det var derfor en tendens til at Norges Bank måtte tilføre stadig mer reserver til banksystemet for å sikre gjennomslag fra styringsrenten til markedsrentene. Slik sett bidro systemet til at pengemarkedet ble lite brukt til å omfordele likviditet.¹

I oktober 2011 innførte Norges Bank dagens system for likviditetsstyring, kjent som kvotesystemet.² I kvotesystemet får hver bank kun forrentet en kvote av sine innskudd i Norges Bank overnatten til styringsrenten. Overskytende blir forrentet til reserverenten, som normalt ligger ett prosentpoeng under styringsrenten. Banker med reserver utover sin kvote innestående i Norges Bank på slutten av dagen har derfor insentiver til å låne ut reserver til andre banker i pengemarkedet. Tilsvarende må banker som har negativ posisjon i Norges Bank på slutten av dagen låne av Norges Bank til D-lånsrenten som ligger ett prosentpoeng over styringsrenten. Disse bankene har derfor insentiver til å låne av andre banker i pengemarkedet.

I kvotesystemet styrer Norges Bank den samlede mengden reserver i banksystemet, med sikte på at rentene i pengemarkedet skal handle nær styringsrenten. Siktemålet for likviditeten i banksystemet er 35 milliarder kroner, med et styringsintervall på +/- fem milliarder kroner. Når den strukturelle likviditeten i banksystemet (mengden reserver før Norges Banks markedsoperasjoner) overstiger styringsintervallet, trekker Norges Bank inn likviditet gjennom F-innskudd. Når den

¹ <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter/Brev-og-uttalelser/2010/brev-06-10-2010/>

² For mer om kvotesystemet, se [Bakgrunnen for systemet for styring av bankenes reserver i Norge](#)

strukturelle likviditeten faller under styringsintervallet, tilbys bankene å låne reserver av Norges Bank gjennom F-lån. Ved å holde mengden reserver på et stabilt nivå, tilstrekkelig under summen av kvotene, legger Norges Bank til rette for at rentene i pengemarkedet handler nær styringsrenten.

Kvotesystemet gir bankene insentiver til å omfordele reserver seg imellom i pengemarkedet og styre sin likviditetsrisiko aktivt. Det sørger også for at banksystemet som helhet ikke etterspør mer reserver enn summen av kvotene, ettersom dette ville medføre at en eller flere banker ville måtte holde reserver plassert til reserverenten. Kvotesystemet har latt Norges Bank holde mengden reserver i banksystemet på et stabilt nivå siden 2011, og samtidig sørget for gjennomslag fra styringsrenten til markedsrentene. Kvotesystemet har etter Norges Banks syn bidratt til et mer velfungerende pengemarked og styrket markedets rolle i å fastsette prisen på likviditet.

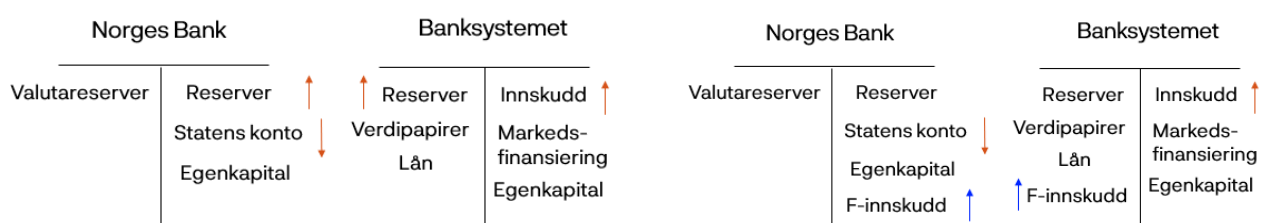
2. Konsekvenser av høy strukturell likviditet for målene i likviditetspolitikken

Den strukturelle likviditeten i banksystemet har økt markert siden 2022. Bakgrunnen for økningen i strukturell likviditet de siste årene er at statsgjeldsopplåningen over tid har vært lavere enn overført utbytte fra Norges Bank og statens faktiske lånebehov. Gjennom 2025 blir det også tilbakeført midler fra statens konto til SPU.³

Når staten betaler ut fra sin konto i Norges Bank øker strukturell likviditet. Bankene mottar sentralbankreserver på aktivasiden, motsvart av innskudd på passivasiden, slik illustrert i figur 1a. Når bankene har mye sentralbankreserver, kan de få svakere insentiver til å styre sin likviditetsrisiko. Dette skyldes at de i større grad kan møte uventede likviditetsbehov ved å trekke på sine beholdninger av reserver. Dette reduserer behovet for å låne reserver fra andre banker og svekker bruken av pengemarkedet til å omfordele likviditet. I tillegg kan bankene da bli mindre villige til å betale for å forlenge løpetiden på sine forpliktelser eller holde andre likvide eiendeler for å beskytte seg mot likviditetsrisiko. Mye reserver i banksystemet kan på denne måten svekke markedets rolle i å fastsette prisen på likviditet, slik erfaringene var med gulvsystemet frem til 2011.

Figur 1a: Effekt av økning i strukturell likviditet før Norges Banks markedsoperasjoner.⁴

Figur 1b: Effekt av økning i strukturell likviditet, etter inndragning av likviditet gjennom F-innskudd.



I Norges Banks kvotesystem vil sentralbankreserver utover styringsintervallet på 30-40 milliarder kroner trekkes inn gjennom F-innskudd. Veksten i strukturell likviditet har derfor medført vekst i F-innskudd på bankenes balanser. Dette er illustrert i figur 1b.

³ Se [Arbeidsgrupperapport - statens transaksjoner og pengemarkedet](#) og [Norges Bank Staff memo 2/2024: Strukturell likviditet: Hva har drevet utviklingen historisk og hva kan skje fremover?](#) for mer inngående forklaringer av årsakene til veksten i strukturell likviditet.

⁴ Figuren illustrerer økning i strukturell likviditet som følge av at staten utbetaler penger til publikum eller penger tilbakeføres fra statens konto til SPU.

F-innskudd har normalt kort løpetid. Når F-innskudd har kort løpetid, vil reserver som er bundet opp i F-innskudd fort bli tilgjengelig for bankene igjen. Korte F-innskudd bidrar derfor i liten grad til å styrke bankenes insentiver til å omfordele likviditet i pengemarkedet og styre sin likviditetsrisiko aktivt. F-innskudd med kort løpetid kan også telles med i beregningen av bankenes oppfyllelse av regulatorisk likviditetsdekning (LCR).⁵ Inndragning av likviditet gjennom kortsiktige F-innskudd motvirker derfor i liten grad konsekvensene av å ha mye reserver i banksystemet når den strukturelle likviditet er høy.

Vekst i strukturell likviditet fører ikke bare til at bankene får mer reserver eller F-innskudd på aktivasiden, men også til vekst i bankenes innskudd fra publikum. I det daglige skjer det for eksempel når staten gjennomfører utbetalinger til publikum, eller Norges Bank kjøper valuta på vegne av staten: Norges Bank krediterer kundenes banker med sentralbankreserver og bankene krediterer sine kunder med innskudd. På bankenes balanser motsvares økning i sentralbankreserver eller F-innskudd med økning i innskudd, som illustrert i figur 1.

Publikum kan ønske å kjøpe andre eiendeler i stedet for innskudd for å oppnå bedre avkastning på sine midler. Ettersom det kun er bankene som kan holde sentralbankreserver og F-innskudd, fører imidlertid ikke vekst i strukturell likviditet til økt tilbud av likvide eiendeler publikum kan kjøpe, utover plasseringer mot bankene. For å plassere i andre typer eiendeler enn innskudd, som for eksempel verdipapirer, må publikum kjøpe disse av bankene.⁶ Dette presser opp prisen på eksisterende likvide plasseringer. Alternativt, kan publikum plassere i gjeldsinstrumenter som bankene selv utsteder, slik som tidsinnskudd eller bankobligasjoner. Dette bidrar til lavere risikopåslag på bankenes markedsfinansiering.

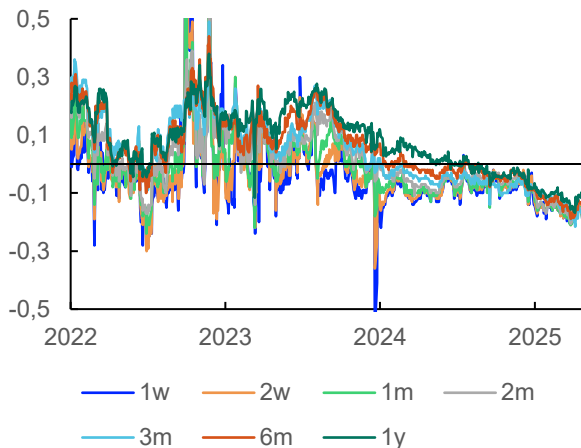
Oppsummert påvirker høy strukturell likviditet risikopremiene i pengemarkedet gjennom to kanaler. Den første er en tilbudssidekanal som skyldes at bankene har mindre behov for å binde opp løpetiden på sin finansiering når de har mye reserver eller F-innskudd. Dette trekker ned risikopremiene i pengemarkedet. Den andre kanalen er en etterspørselskanal som kommer av at publikum får mer innskudd i bankene når strukturell likviditet øker. Dette bidrar til økt etterspørsel etter likvide plasseringer og trekker også ned risikopåslagene i pengemarkedet.

Effektene av høy strukturell likviditet har vært tydelige i det norske pengemarkedet de siste årene. Påslagene i pengemarkedet har nådd svært lave nivåer i takt med at strukturell likviditet har økt, se figur 2. Samtidig har omsetningen i interbankmarkedet falt, se figur 3. Begge disse trekkene indikerer at bankene i mindre grad har behov for å forsikre seg mot likviditetsrisiko og at de i mindre grad omfordeler likviditet seg imellom i pengemarkedet.

⁵ F-innskudd med gjenværende løpetid under 30 dager teller som innbetaling i nevner i bankenes LCR, mens F-innskudd med en dags gjenværende løpetid kan telle som en likvid eiendel i teller i bankenes LCR.

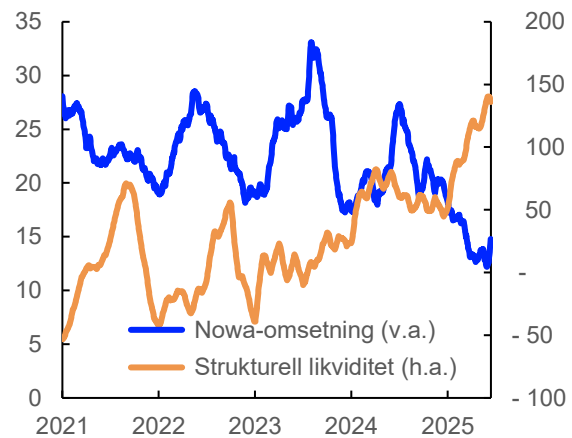
⁶ Om de kjøper dem av hverandre, fører det bare til en omfordeling av innskudd internt blant publikum.

Figur 2: Knapphetspremie NOK vs. USD i valutabyttemarkedet.⁷ Prosentenheter



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 3: Daglig omsetning i Nowa og strukturell likviditet.⁸ Tremåneders glidende gjennomsnitt. Milliarder kroner.



Kilde: Norges Bank

Dette viser at høy strukturell likviditet svekker oppnåelsen av punkt 4) i likviditetspolitikken. Ved å tilby en større mengde likviditet som bare bankene kan eie, tar Norges Bank over mer av likviditetsrisikoen i det finansielle systemet. Dette svekker oppnåelsen av målet i likviditetspolitikken om at likviditets- og kredittrisiko i størst mulig grad bæres av de private aktørene i det finansielle systemet, og kan føre til at bankene tar mer risiko enn de ellers ville gjort. Høy strukturell likviditet påvirker også prisen på likviditet i penge- og obligasjonsmarkedet, noe som kan svekke markedets rolle i å allokere kapital. Norges Bank vurderer det derfor som nødvendig å iverksette tiltak for å styrke måloppnåelsen i likviditetspolitikken.

3. Vurdering av ulike tiltak for å trekke inn overskuddslikviditet

Overordnet kan Norges Bank motvirke effektene av vekst i strukturell likviditet på to måter. Den første er å gjøre reservene som skapes når strukturell likviditet øker mindre tilgjengelige for bankene, enten gjennom lengre F-innskudd eller ved å innføre reservekrav. Den andre måten er å erstatte en andel av reservene i banksystemet med andre typer forpliktelser, slik som sentralbanksertifikater.

3.1 Lengre F-innskudd

Det er utfordrende å trekke inn likviditet gjennom F-innskudd med lengre løpetider, særlig utover en måned. Årsaken til det er at plassering av likviditet i lengre F-innskudd svekker bankenes økonomiske og regulatoriske likviditetsdekning.⁹ Forsøk på å trekke inn likviditet gjennom lengre F-innskudd til styringsrenten kan føre til at bankene foretrekker å plassere likviditet på kortere løpetider i pengemarkedet heller enn i lange F-innskudd. Det kan true gjennomslaget i pengepolitikken, ettersom det vil legge press nedover på korte pengemarkedsrenter.

⁷ OIS-basis.

⁸ Daglig handelsvolum som ligger til grunn for beregningen av Nowa

⁹ Når F-innskudd har gjenværende løpetid over en måned, teller de ikke som en innbetaling i nevneren i beregningen av bankenes LCR. Bankenes LCR vil derfor svekkes om de plasserer penger i F-innskudd med over 30 dagers løpetid. Denne kostnaden kommer i tillegg til de økonomiske kostnadene for bankene ved at de blir mindre likvide jo lengre tid det tar før F-innskuddet forfaller.

Inndragning av likviditet gjennom F-innskudd på korte løpetider er forenlig med implementering av pengepolitikken, men bidrar i liten grad til Norges Banks øvrige måloppnåelse i likviditetspolitikken når strukturell likviditet blir svært høy. Norges Bank vurderer det derfor som nødvendig å benytte andre virkemidler for å trekke inn overskuddslikviditet fremover.

3.2 Reservekrav

I motsetning til F-innskudd, som er avhengig av bankenes aktive deltakelse, kan Norges Bank fastsette reservekrav for å redusere den frie mengden reserver i banksystemet. Reservekrav innebærer at bankene må holde en viss mengde reserver på konto i Norges Bank for å oppfylle reservekravet. Hvis bankene må oppfylle reservekravet daglig, reduseres den effektive mengden frie reserver som er tilgjengelige for bankene fra dag til dag. På denne måten kan et reservekrav styrke bankenes insentiver til å styre sin likviditetsrisiko.

Reservekrav reduserer bankenes beholdning av frie reserver, men øker ikke tilbudet av eiendeler publikum kan holde. Høy strukturell likviditet motsvarer av reservekrav, vil derfor kun påvirke konsekvensene av høy strukturell likviditet som kommer av at bankene får mye reserver på sin aktivaside, og ikke effektene som kommer av at publikum etterspør mer likvide plasseringer.

Reservekrav vil også innebære kostnader for bankene. Selv om bankene får forrentet reservekravet til styringsrenten, vil reservekrav medføre en reduksjon i deres regulatoriske likviditetsdekning, uten at balansene deres reduseres. Bankene vil derfor måtte holde egenkapital for å oppfylle reservekravet uten at de får dra nytte av disse reservene.¹⁰ Dette kan svekke bankenes lønnsomhet over tid, særlig dersom reservekravet blir svært stort.

3.3 Sentralbanksertifikater

Utstedelse av sentralbanksertifikater innebærer at Norges Bank utsteder omsettelige verdipapirer som både banker og publikum kan kjøpe. Når Norges Bank utsteder sentralbanksertifikater, reduseres mengden frie sentralbankreserver i banksystemet. Det blir da mindre behov for å trekke inn overskuddslikviditet gjennom F-innskudd når strukturell likviditet er høy, slik at bankene holder mindre kortsiktige F-innskudd.

I motsetning til F-innskudd, kan sentralbanksertifikater omsettes. Dette betyr at bankene kan inkludere sertifikater i sine beholdninger av likvide eiendeler for regulatoriske formål, og selge eller belåne sertifikater de eier ved behov for likviditet. Ettersom sentralbanksertifikater på denne måten er et nærmere substitutt for sentralbankreserver enn F-innskudd, kan sentralbankreserver utstedes med lengre løpetider og trekke inn reserver i lengre perioder av gangen enn når likviditet trekkes inn gjennom F-innskudd. Selv om sentralbanksertifikater er en likvid eiendel, er de ikke betalingsmiddel. Dersom investorene ønsker å konvertere sertifikatene til reserver eller bankinnskudd er det privat sektor selv som må bidra til å skape likviditet. Antagelig vil sentralbanksertifikater være godt egnet som pant i for eksempel repomarkedet.

I motsetning til sentralbankreserver og F-innskudd, som bare kan eies av bankene, kan også publikum kjøpe sentralbanksertifikater. Ved å utstede sentralbanksertifikater, tilbyr Norges Bank publikum et alternativ til innskudd i bankene når strukturell likviditet er høy. Dersom bankene skal beholde innskuddene som skapes når strukturell likviditet stiger, slik illustrert i figur 1, må de tilby plasseringsalternativer med betingelser som er konkurransedyktige med sentralbanksertifikater. Utstedelse av sentralbanksertifikater kan derfor styrke markedets rolle i å fastsette prisen på likviditet. Dette fordrer samtidig at sentralbanksertifikatene utformes på en slik måte at de er attraktive som plasseringsalternativer både for banker og andre investorer.

Oppsummert, er det flere klare fordeler ved å utstede sentralbanksertifikater for å trekke inn overskuddslikviditet, sammenlignet med andre virkemidler. Ved å utstede sentralbanksertifikater,

¹⁰ For krav til uvektet kapitalandel vil sentralbankreserver ha det samme kravet som andre eiendeler.

kan Norges Bank trekke inn overskuddslikviditet over lengre perioder av gangen. Dette styrker bankenes insentiver til å styre sin likviditetsrisiko. Utstedelse av sentralbanksertifikater øker også tilbudet av likvide plasseringer som er fritt tilgjengelige for banker og publikum på like vilkår. Gjennom disse kanalene bidrar utstedelse av sentralbanksertifikater til å styrke markedets rolle i å fastsette prisen på likviditet når den strukturelle likviditeten i banksystemet er høy.

4. Hvordan kan sentralbanksertifikater brukes i kombinasjon med kvotesystemet?

Norges Banks vil bevare kvotesystemet i implementeringen av pengepolitikken, og fortsette å styre kortsiktige svingninger i banksystemets likviditet med F-lån og F-innskudd. Sentralbanksertifikater vil brukes i kombinasjon med kvotesystemet for å trekke inn likviditet over lengre perioder.

Den strukturelle likviditeten i banksystemet svinger mye, og sertifikatprogrammet må være tilstrekkelig fleksibelt til å hensynta endringer i likviditetsprognosen. Det er blant annet lite ønskelig at utstedelse av sertifikater gjør at strukturell likviditet faller til svært lave nivåer ved uforutsette endringer i likviditetsprognosen. Svært lav strukturell likviditet kan skape utfordringer i implementeringen av pengepolitikken, og medfører kostnader for bankene.¹¹ Dette kan tilsi varsomhet i hvor mye likviditet som trekkes inn gjennom sertifikater av gangen, samt i valg av løpetid på sertifikatene.

Samtidig er det ønskelig at utstedelsesvolumet i sertifikatene er forutsigbart. Investorer som ønsker å bruke sertifikater til å plassere penger, må vite hvor mye de kan plassere i sertifikater over tid og om de får kjøpe nye sertifikater når utestående sertifikater forfaller. Løpetiden på sertifikatene er også avgjørende for hvor ofte de må rulleres, som kan påvirke hvor attraktive de er som plasseringsalternativ. Hvor mange ulike løpetider sertifikatene utstedes på kan også ha betydning for sertifikatenes markedsliv i annenhåndsmarkedet.

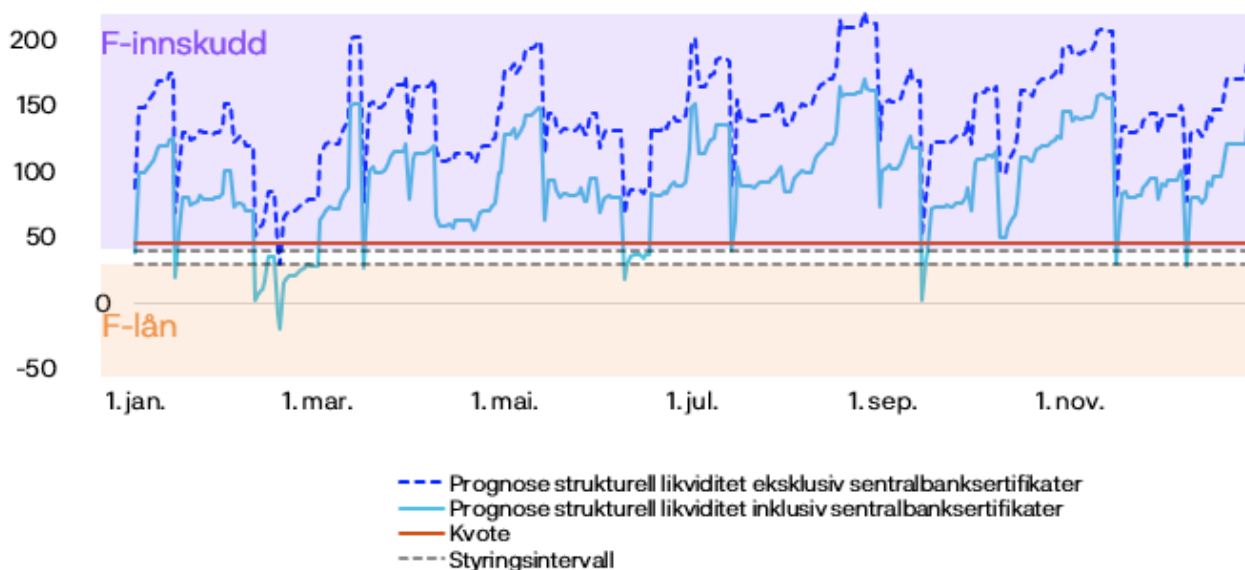
Av hensyn til gjennomslaget til de kortsiktige pengemarkedsrentene, er det også ønskelig å unngå store utstedelser av sertifikater på enkelt dager. Store utstedelser av sertifikater kan skape usikkerhet om hver enkelt banks likviditetsposisjon, ettersom hver enkelt bank ikke alltid vil vite hvor mye kundene deres plasserer i sertifikater. Selv om det forfaller nye sertifikater samme dag, kan skift i bankene og deres kunders etterspørsel føre til endringer i hver enkelt banks likviditetsposisjon. Dette kan forstyrre gjennomslaget fra styringsrenten til de korteste pengemarkedsrentene.

De ulike hensynene tilsier at sertifikater utstedes nokså hyppig, slik at forfall spres ut i tid, og tilsier at det må være tydelig kommunikasjon rundt planlagte utstedelser frem i tid. Mer konkret kan et sertifikatprogram for eksempel innebære ukentlige auksjoner av tremåneders sertifikater. Samlet volum av sertifikater kan bygges opp til et nivå der en betydelig andel av banksystemets overskuddslikviditet trekkes inn, men uten at systemet trekkes ned til vesentlig negativ posisjon på enkelt dager. På denne måten vil et jevnt emisjonsvolum i sertifikater kunne opprettholdes, selv ved betydelige endringer i likviditetsprognosen.

Figur 5 illustrerer hvordan et slikt sertifikatprogram kan se ut, i kombinasjon med dagens kvotesystem. Figuren tar utgangspunkt i prognosen for banksystemets likviditet i 2025, slik den så ut ved inngangen av året, og illustrerer hvordan sentralbanksertifikater kan brukes i kombinasjon med F-lån og F-innskudd for å nå siktemålet i likviditetsstyringen. Figuren illustrerer en tenkt situasjon der Norges Bank har utestående 50 milliarder kroner i sertifikater ved inngangen til året, og opprettholder dette volumet gjennom året gjennom ukentlige auksjoner. Den stiplede blå linjen illustrerer likviditetsprognosen eksklusiv sentralbanksertifikater, mens den lyse heltrukne viser likviditetsprognosen inklusiv utestående sertifikater.

¹¹ Se referanser i fotnote 3 og [Staff Memo 15/2023 - Uroen i det norske pengemarkedet høsten 2022](#).

Figur 5: Illustrasjon av likviditeten i banksystemet ved utstedelse av sentralbanksertifikater i kombinasjon med F-lån og F-innskudd.



Norges Bank må trekke inn reserver gjennom F-innskudd når strukturell likviditet er over styringsintervallet (lilla skravert areal), og tilføre reserver gjennom F-lån når strukturell likviditet er under siktemålet (oransje skravert areal). Utstedelse av sentralbanksertifikater innebærer alt annet likt at det må trekkes inn mindre reserver gjennom F-innskudd. Avhengig av hvor mye sertifikater Norges Bank utsteder, samt utviklingen i strukturell likviditet, vil det også medføre flere dager med F-lån.

Norges Bank tar sikte på å begynne utstedelse av sertifikater i løpet av 2026. Nærmere informasjon om utformingen av programmet og startdato vil følge i lys av denne høringen.

5. Merknader og innspill

Formålet med å utstede sertifikater er å sikre at målene i Norges Banks likviditetspolitikk nås. Sertifikater vil kunne bidra til et mer velfungerende pengemarked og styrke markedets rolle i å fastsette prisen på likviditet.

For å sikre at sentralbanksertifikater blir et attraktivt plasseringsalternativ for både banker og andre investorer, ber Norges Bank om merknader til hvordan sertifikatprogrammet bør utformes. Under følger eksempler på forhold Norges Bank ønsker merknader til. Det oppfordres også til å komme med andre innspill som kan bidra til at sertifikatene og markedet blir velfungerende.

Sertifikatene

- Løpetider
- Børsnotering
- Kredittvurdering
- Rentetype (fast eller flytende, og evt. flytende referanse)
- Rentekonvensjon
- Oppgjørsdager

Utestående volum og emisjoner

- Utestående volum konsentrert i en løpetid eller større utvalg av løpetider med mindre volum
- Stabilt eller varierende utestående volum gjennom året
- Forutsigbarhet i emisjonsvolumer

- Auksjonshyppighet/frekvens

Distribusjon, salgsplattform og annenhåndsmarked

- Auksjonsplattformer og hvordan det påvirker deltagelse i emisjoner
- Forhold som er viktige for at annenhåndsmarkedet for sentralbanksertifikater skal bli velfungerende (for eksempel institusjonelle forhold og tekniske løsninger)