

Tittelslide – «Hvorfor sentralbanksertifikater?»

- Først vil jeg takke Finans Norge for invitasjonen.
- Da Michael tok kontakt spurte han om jeg kunne snakke om utviklingen i pengemarkedet, i lys og økt strukturell likviditet.
- Siden den gang har vi annonsert at vi kommer til å ta i bruk sentralbanksertifikater i likviditetsstyringen for å trekke inn noe av denne likviditeten.
- I dag skal jeg forklare hvorfor vi ønsker å gjøre det.

Agenda

- Først skal jeg gi litt bakgrunn.
 - Vi skal se på Norges Banks likviditetspolitikk, hva som er de overordna målene, og hvordan vi innretter likviditetsstyringen for å oppnå det.
- Så skal vi se på dagens situasjon...
 - ... med masse likviditet inn i banksystemet
 - Vi skal se hvordan det påvirker bakenes likviditetsstyring og prisingen i mange deler av pengemarkedet.
- Til slutt skal vi se på hvordan sentralbanksertifikater er et hensiktsmessig tiltak for å dra inn likviditet.

Norges Banks likviditetspolitikk

- Likviditetspolitikken har ikke noe eget mål, men er utformet for å støtte opp under sentralbankens mål om stabil prisvekst, et effektivt betalingssystem og finansiell stabilitet.
- For det første ønsker vi at de korte markedsrentene skal være nær styringsrenten. Det er helt avgjørende for at pengepolitikken skal kunne fungere.
- For det andre skal vi legge til rette for at betalingssystemet fungerer effektivt.
- For det tredje skal vi tilby våre motparter likviditetsforsikring, og kunne yte ekstraordinære lån til banksystemet når det behøves.
- Til slutt, og dette er viktig, så ønsker vi at finansiell risiko i størst mulig grad skal tas av private aktører i det finansielle systemet. Vi skal tilby et oppgjørsmiddel og bidra til at markedene fungerer, men uten å ta stor plass.

Norges Banks balanse og likviditetsstyring

- Her viser jeg en litt forenklet variant av Norges Banks balanse.
- Vår klart største eiendel er valutareservene.
- På passivasiden har vi innskudd fra banker og fra staten, kontanter og egenkapital.
- Siden vi skal snakke om likviditetsstyring så må vi zoome inn på bankenes innskudd.

Norges Banks balanse og likviditetsstyring

- Se for dere en situasjon der det er tre banker i systemet.
- Innskudd i Norges Bank er oppgjørsmiddelet mellom bankene.
- Når det overføres midler mellom kundene i de ulike bankene, så gjennomfører bankene det ved å overføre innskudd i Norges Bank seg imellom.
- Her har vi et eksempel der en kunde i Bank C gjør en overføring til en kunde i Bank B.
- Da vil fordelingen av innskudd mellom bankene endre seg.
- Det er et viktig poeng at bankene kun kan påvirke fordelingen av disse innskuddene, men ikke den samlede mengden. Mengden er gitt.
- Siden jeg er på en obligasjonskonferanse, er det fristende å trekke en analogi til obligasjoner. Det er selskapet som utsteder obligasjonene som bestemmer hvor mye som skal være utestående. Men investorene kan omsette disse og dermed påvirke fordelingen.
- Slik er det også med bankenes innskudd i Norges Bank. De skapes bare når vi tilfører banksystemet likviditet.

Norges Banks balanse og likviditetsstyring

- Siden summen er gitt så kan det være situasjoner hvor én bank har så stor andel av innskuddene at noen av de andre har negativ saldo.
- Intradag er dette uproblematisk. Bankene har tilgang til intradag kreditt mot et bredt sikkerhetssett. At bankene kan være i minus gjennom dagen er en måte Norges Bank legger til rette for et effektivt betalingssystem.
- På slutten av dagen, bør alle banker ha positiv saldo.
- Bank C behøver derfor å skaffe seg innskudd. Det kan den for eksempel gjøre ved å låne fra bank B.

Figur til høyre

- Vi har etablert insentiver for at dette skal skje.
 - Dersom Bank C ikke dekker overtrekket må den betale en rente ett prosentpoeng over styringsrenten.
 - Samtidig har vi også etablert insentiver for Bank B til å kvitte seg med en del av innskuddene. Hver bank har en kvote som forrentes til styringsrenten. Over dette får banken en rente som er ett prosentpoeng under styringsrenten.
- I land uten tilsvarende insentiver, der marginalkostnaden for å holde store innskudd i sentralbanken er lav, ser vi at sentralbankene ofte må operere med mye mer likviditet i systemet enn det vi gjør i Norge.

Bankenes innskudd omtales som sentralbankreserver

- Formelt sett kaller vi bankenes innskudd i Norges Bank som sentralbankreserver.

Sentralbankreservenenes rolle i Norges Banks likviditetspolitikk

- Sentralbankreserver er viktige i Norges Banks likviditetspolitikk, og systemet er utformet slik at det ikke er behov for veldig mye av dem.
 - Intradag kreditt bidrar til at bankene trenger lite reserver til å gjennomføre oppgjørene seg imellom.
 - Samtidig er det dyrt for hver enkelt bank å sitte på mye reserver.
 - Til slutt, så er det Norges Bank som bestemmer hvor mye reserver banksystemet som helhet skal ha.
- Oppsummert er systemet vårt utformet slik at reservene brukes til oppgjør. Det er så lite av dem at de ikke i vesentlig grad kan brukes til verdioppbevaring.
- Slike instrumenter, må privat sektor skape og prise selv.
- Bankene skal ikke ha en stor saldo de kan trekke på i Norges Bank ved behov. De skal styre likviditeten selv.

Sentralbankreservene påvirkes av statlige betalinger

- Ettersom staten har konto i Norges Bank og dermed utenfor banksystemet, vil betalinger til og fra staten påvirke mengden reserver.
- For eksempel vil innbetaling av skatt gi mer penger på statens konto og mindre sentralbankreserver.
- Utbetaling av for eksempel pensjon har motsatt effekt.
- Dersom det blir mye sentralbankreserver, trekker vi inn denne likviditeten med F-innskudd.
- Bankenes reserver før Norges Banks likviditetsstyrende markedsoperasjoner kaller vi for strukturell likviditet.

Strukturell likviditet og Norges Banks likviditetsstyring

- Denne figuren viser den strukturelle likviditeten i banksystemet mellom 2012 og 2025.
- Når det er mer enn 35 mrd. i systemet binder vi opp overskuddslikviditeten med F-innskudd.
- Når den er lavere enn 35 mrd., så tilfører vi likviditet med F-lån.
- I denne perioden har vi vekselvis tilført og bundet opp likviditet, fordi den strukturelle likviditeten har svinget rundt 35 mrd.
- De siste årene, har imidlertid strukturell likviditet økt mye, og det er utsikter til at den forblir høyere enn tidligere, også i tiden fremover.
 - Dette er den første perioden med varig og høy overskuddslikviditet, siden vi innførte dagens system for likviditetsstyring.

Faktorer bak endringen i strukturell likviditet

- Hovedårsaken til at strukturell likviditet har økt de siste årene, er at staten har lånt mindre i obligasjonsmarkedet enn det den har behov for å finansiere blant annet utlån fra statsbanker. I stedet har staten finansiert det ved å trekke på sin konto i Norges Bank, slik at banksystemet har blitt tilført reserver.
- Det har tidligere også vært et avvik mellom budsjettet og faktisk oljepengebruk i den såkalte petroleumsfondsmekanismen, men dette er nå korrigert.

Ramme om statsgjeld

- Så til litt reklame.
- I Statsgjeldens strategi og låneprogram for 2026 går vi i detalj på statsgjeldsopplåningen og statens lånebehov som forklarer denne utviklingen.

Strukturell likviditet som andel av BNP

- I Norge har vi i lang tid hatt en strukturell likviditet som har svinget rundt nokså lave nivåer.
- Om vi ser på landene rundt oss, så har utviklingen vært annerledes.
- Etter finanskrisen har overskuddslikviditeten steget betydelig i mange land, blant annet som følge av QE, både i USA, i Eurosonen og i Sverige. Når sentralbanken kjøper verdipapirer, så betales det med sentralbankreserver.
- Konsekvensen av det, er at bankene i disse landene i liten grad har hatt behov for å låne fra hverandre for å dekke likviditetssjokk. Samtidig har likviditetstilførende lån fra sentralbanken blitt sjelden vare.
- De seneste årene har QT gjort at den strukturelle likviditeten har falt.
- Et tegn på at bankene har vent seg til mye likviditet er at man har fått spenning i pengemarkedet og utslag i korte renter når likviditeten har falt; til tross for at den fortsatt er på historisk sett høye nivåer.
- Både den svenske Riksbanken og den danske Nationalbanken har oppfordret bankene til å bruke markedet og sentralbankens lånefasiliteter mer aktivt.

Agenda

- Så skal vi gå over til å se på konsekvensene av den høye strukturelle likviditeten.
- Noen vil kanskje spørre om det egentlig spiller noen rolle? Jeg har jo nettopp fortalt at vi drar inn likviditeten inn med F-innskudd.

Høy strukturell likviditet trekkes inn med korte F-innskudd

- Og det er riktig.
- Våre operasjoner gjennomføres imidlertid som auksjoner, og vi opplever at bankene byr mindre på lange innskudd.
- Figuren viser løpetiden på f-innskuddene. I praksis ender vi opp med å tilby endags innskudd nesten daglig, og volumene som trekkes inn har vært store.
- 1-dags tidsinnskudd er både i regulatorisk forstand og i praksis, svært likt frie reserver. Siden auksjonene finner sted på slutten av dagen disponerer bankene reservene gjennom dagen, og binder dem kun opp overnatten. Samtidig teller de som likvid eiendel regulatorisk sett, akkurat som frie reserver.

Mindre volum av overnatten lån mellom bankene

- En konsekvens av høy strukturell likviditet som er trukket inn med korte innskudd er at det blir mindre behov for å omfordele likviditet mellom bankene.
- Her viser jeg hvor mye likviditet de største bankene med konto låner seg imellom i usikrede overnattentransaksjoner.
- Det er en klar tendens til mindre aktivitet når strukturell likviditet er høy.
- I denne situasjonen kan bankene tilpasse seg et likviditetssjokk ved å justere på budvolumet i våre auksjoner, og i mindre grad ved å bruke markedet. Norges Bank ender på denne måten opp med å erstatte markedet i bankenes helt kortsiktige likviditetsstyring.
- *På sikt*, er vi bekymret for at det kan svekke bankenes vilje og operasjonelle evne til å bruke det usikrede markedet til å dekke likviditetssjokk.

Gjennomslag fra styringsrenten til de viktigste markedsrentene

- Når vi ser på de operasjonelle målene våre i forbindelse med gjennomslaget, så ligger fremdeles Nowa tett på styringsrenten. Vi har ikke noe mål for Niborpåslaget, men det er en rente vi følger tett. Her har påslaget falt betraktelig de siste årene.

Prisingen har falt i mange deler av pengemarkedet (I)

- Fallet i Niborpåslaget skyldes blant annet en markant nedgang i basis i FX-swappen. Her har jeg lagt inn strukturell likviditet. Det er en helt tydelig sammenheng.
- Faktisk har basisen falt på alle løpetider. Det har blitt lite forskjell mellom løpetidene og prisingen har blitt mindre volatil.
- Figuren til høyre viser terminstrukturen. Tidligere var det en løpetidspremie, men denne har blitt borte. Denne kurven er nå helt falt, og negativ.

Prisingen har falt i mange deler av pengemarkedet (II)

- I det usikrede segmentet av pengemarkedet ser vi liknende tegn. Her viser jeg spread mot styringsrenten for endags innlån gjort av de største norske bankene, fra utenlandske motparter.
- Utviklingen i prisingen av disse innskuddene ser ut til å ha en helt klar sammenheng med strukturell likviditet.
- Legger vi på prisingen av innskudd fra norske motparter ser vi en lignende effekt.
- I det sikrede markedet ser vi til dels lignende effekter. Figuren til høyre viser spreader for toukers repoer mot OMF mellom de store norske bankene. Her har spreaden falt og ser ut til å sammenfalle med økningen i strukturell likviditet.
- Ser vi på utlån av kroner mot OMF fra norske banker til utenlandske motparter, er det vanskelig å se en tilsvarende sammenheng. Som mange her vet, er utenlandske hedgefond en stor aktør her.
- Ny reklamepause: Vi samler inn dataene som ligger til grunn for disse figurene gjennom Norges Banks rapportering av pengemarkedsdata. Disse dataene er tilgjengelige på våre nettsider.

Prisingen har falt i mange deler av pengemarkedet (III)

- I perioden med høyere strukturell likviditet har vi også sett at spreader mot styringsrenten har kommet en god del ned for korte papir med god kredittkvalitet.
- Her er det også andre ting i sving, men det ser ut til å være en sammenheng.

Utvikling

- For å oppsummere, så ser vi klare spor av overskuddslikviditeten i mange deler av det norske markedet.
- Det er mindre volum på omfordeling av likviditet mellom bankene, lavere spreader i mange deler av pengemarkedet, lave og stabile basiser i fx-swappene og lavere spreader på korte papir med god kredittkvalitet.

Koblingen mellom strukturell likviditet og markedspriser

- La meg nå gå inn i mekanismer som kan ligge bak de utslagene vi har sett på.
- For å gjøre det, setter jeg opp et forenklet finansielt system, med balansene til Norges Bank, banksystemet, og andre aktører, som vi kaller pengeholdende sektor.
- Se for dere at staten betaler ut mye penger til pengeholdende sektor. På Norges Banks balanse krymper statens konto, mens bankenes reserver øker like mye. Bankene får økte reserver på aktivasiden, og dette må motsvares av økte innskudd fra kunder på passivasiden. Det er ingenting annet som direkte kan påvirkes av statens utbetalinger.

Pengeholdende sektors nettofordringer på bankene har steget i takt med strukturell likviditet

- Denne figuren viser hva som faktisk har skjedd med innskuddene som har oppstått når strukturell likviditet har økt. Den oransje linjen viser kumulativ endring i pengeholdende sektors nettofordringer på banksystemet. Kort fortalt er det fordringer som oppstår på andre måter enn ved at bankene gir mer lån.
- Det vi imidlertid ser, er at de nye innskuddene har blitt værende som økte nettofordringer på bankene, enten som innskudd, eller som andre typer fordringer på bankene.

Mulige tilpasninger fra banker og pengeholdende sektor

- Så tilbake til det finansielle systemet vårt.
- I sum har banksystemet blitt mer likvid.
 - På aktivasiden har bankene mer reserver og F-innskudd.
 - På passivasiden er dette finansiert med økte innskudd. Hvis vi antar at innskuddene som har oppstått har runoff mindre enn 1, gir dette økt likviditetsdekning. De får dermed mindre behov for å bruke markedet til å dekke inn likviditetssjokk, både på kort og mellomlang sikt.
- Med det utgangspunktet, kan bankene ønske å gjøre tilpasninger.
- Systemet var i utgangspunktet i en likevekt der bankene var fornøyde med å ha lite reserver.
- Nå skal bankene være fornøyde med å ha mer reserver. Hva er det som gjør at de ønsker dette?
- Det må være at reservenes avkastning har steget relativt til alternative plasseringer. Men siden avkastningen på reservene er gitt, det er styringsrenten, er det avkastningen på andre plasseringer som faller. Det er i tråd med observasjonene vi gjorde tidligere. I mange deler av pengemarkedet har spreaden til styringsrenten falt.
- Det er kun i sum at mengden reserver er gitt. Enkelte banker kan ønske å kvitte seg med reservene og kjøpe verdipapirer. Da flyttes reserven til andre banker, som igjen kan tenkes å bytte disse i verdipapirer. En slik «hot-potato»-effekt vil fortsette til reservene ender opp hos banker som ønsker å holde dem, gjerne fordi avkastningen på andre plasseringer har falt som en konsekvens av runddansen.

- På passivasiden kan de redusere løpetiden på markedsfinansieringen, eller utstede mindre langsiktig gjeld.
- Potensielt kan de også tilpasse seg ved å på marginen gi lavere rente på innskudd
- Uansett har bankene fått mindre behov for tidsbundet finansiering. Det drar i retning av lavere risikopåslag i penge- og obligasjonsmarkedene.
- Når det gjelder pengeholdende sektor, som har fått mer innskudd, så er det ikke sikkert at de ønsker å ha mer innskudd enn tidligere. Det kan godt være at de ønsker å kjøpe verdipapirer med noe av disse innskuddene, eller binde opp løpetiden på innskuddene for å få høyere avkastning.
- Økt etterspørsel fra publikum til alternative plasseringer drar også i retning av lavere påslag.

Norges Banks balanse påvirker markedene gjennom flere kanaler

- For å oppsummere, så har det finansielle systemet blitt tilført eiendeler som kun bankene kan eie.
- Bankene har blitt mer likvide, og har fått redusert behov for å bruke markedet til likviditetsstyring og langsiktig finansiering.
- Tilpasninger fra enkeltbanker kan føre til en «hot-potato»-effekt, hvor reservene flyttes rundt i systemet og presser spreader på verdipapirer ned. Markedet må uansett oppnå en ny likevekt der en eller flere banker ønsker å holde mer midler hos oss enn de gjorde tidligere.
- Samtidig har publikum fått økte innskudd, uten at deres investeringsunivers har blitt større. Det kan gi økt etterspørsel etter alternativer plasseringer.
- Alt dette trekker i retning av lavere premier i penge- og obligasjonsmarkedene.

Agenda

- Norges Bank har besluttet å innføre sentralbanksertifikater som nytt virkemiddel.
- Vurderingene som ligger bak, ble belyst i et høringsnotat som ble publisert 10. oktober.

Sentralbanksertifikater adresserer flere av kanalene

- For å forklare hvordan sertifikatene kan bidra til økt måloppnåelse, går jeg tilbake til hvordan balansene ser ut med høy strukturell likviditet. Bankene har fått mer reserver, og pengeholdende sektor mer innskudd.
- La oss først se hva som skjer hvis bankene kjøper hele mengden. Da erstattes F-innskudd med sentralbanksertifikater og bankene har ikke like mye likviditet tilgjengelig i Norges Bank.
- Men i regulatorisk forstand er bankene like likvide, fordi sentralbanksertifikatene er omsettelige og dermed en del av HQLA. Men det er ikke Norges Bank som gjør dem likvide, de er likvide fordi de kan omsettes blant private aktører. Fra vårt perspektiv har de lang løpetid.
- Det gir økt behov for bruk av markedene til håndtering av likviditetssjokk.

Pengeholdende sektor kan også kjøpe sertifikatene.

- La oss så se hva som skjer hvis pengeholdende sektor kjøper hele volumet.
- I tillegg vil bankene få mindre innskudd, og regulatorisk likviditetsdekning trekkes lavere.
- Det er et viktig poeng at det er kun dersom sertifikatene kjøpes at pengeholdende sektor, at LCR reduseres. Den nøyaktige effekten avhenger av hvilken run-off innskuddet hadde.
- Effekten av sertifikatene avhenger av hvem som ender opp med å kjøpe dem.
- Det er ikke et mål for oss at sertifikatene skal kjøpes av ikke-banker. Men, det at de får et alternativ til innskudd, på like vilkår med bankene, kan ha effekter på prisdannelsen gjennom økt konkurranse om innskudd.

Sentralbanksertifikater

- For å oppsummere:
- Sentralbanksertifikater vil binde opp deler av bankenes likviditet i Norges Bank over lengre tid. Det gjør at bankene i mindre grad kan trekke på likviditet hos oss og i større grad må bruke markedet til å håndtere likviditetsrisiko. Det styrker markedets rolle i å bestemme prisen på likviditet.
- Sentralbanksertifikater vil redusere bankenes samlede mengde av likviditet i Norges Bank. Det gjør at det i perioder kan bli behov for likviditetstilførende F-lån, slik at dette forblir en del av hverdagen for Norges Bank og bankene.
- For Norges Banks beredskapsevne er det viktig at bankene har evne og vilje til å delta i likviditetstilførende operasjoner. I andre system med mye likviditet ser vi utfordringer med deltagelse, på grunn av stigma, på grunn av interne rammer hos bankene eller manglende operasjonell evne.
- Til slutt, så er det viktig at vi introduserer et nytt instrument som er bredt tilgjengelig for finansielle aktører. Det bidrar til økt konkurranse om innskuddene, og styrker markedets rolle i å bestemme prisen på likviditet.