

2 | 2024



Staff memo

Strukturell likviditet: Hva har drevet utviklingen historisk og hva kan skje fremover?

05.06.2024

Martin Bjørlo

Marius Hagen

Markeder, Norges Bank

Stikkord

Strukturell likviditet, statens
konto, pengemarkedet, LCR

Staff Memos present reports and documentation written by staff members and affiliates of Norges Bank, the central bank of Norway. Views and conclusions expressed in Staff Memos should not be taken to represent the views of Norges Bank.

© 2024 Norges Bank

The text may be quoted or referred to, provided that due acknowledgement is given to source.

Staff Memo inneholder utredninger og dokumentasjon skrevet av Norges Banks ansatte og andre forfattere tilknyttet Norges Bank. Synspunkter og konklusjoner i arbeidene er ikke nødvendigvis representative for Norges Banks.

© 2024 Norges Bank

Det kan siteres fra eller henvises til dette arbeid, gitt at forfatter og Norges Bank oppgis som kilde.

ISSN 1504-2596 (online)

ISBN 978-82-8379-323-9 (online)

1. Bakgrunn

Det overordnede målet i Norges Banks likviditetspolitikk er å sikre at korte pengemarkedsrenter ligger nær styringsrenten. Norges Bank oppnår dette ved å sette betingelsene på innskudd og utlån til bankene samt å styre mengden ubundne innskudd i sentralbanken (sentralbankreserver). Norges Bank sikrer at bankenes samlede sentralbankreserver ligger nær siktemålet på 35 milliarder ved å enten tilføre likviditet via F-lån mot sikkerheter eller inndra likviditet ved F-innskudd. Strukturell likviditet er nivået på bankenes innskudd i Norges Bank før sentralbankens markedsoperasjoner.

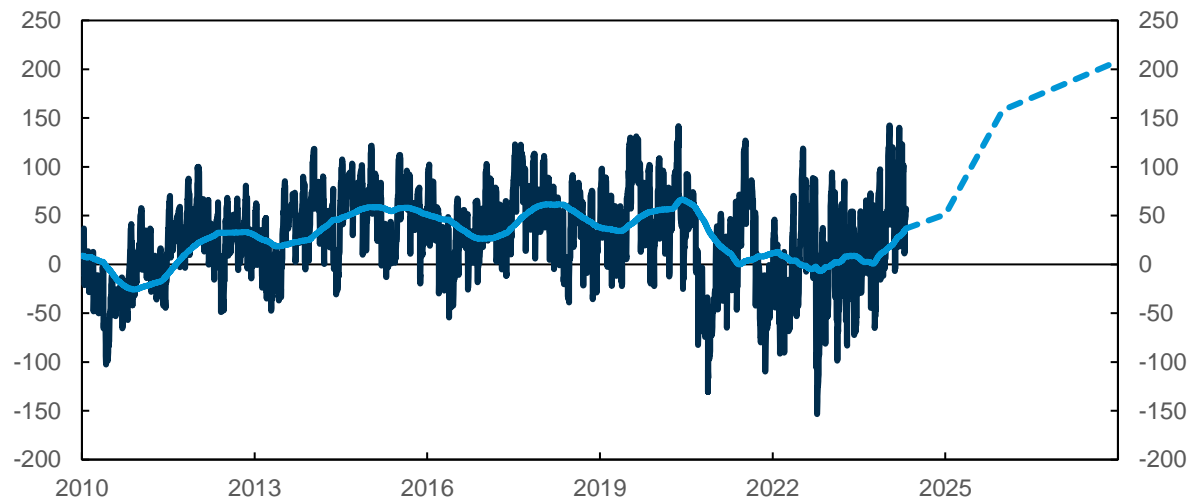
Historisk har nivået på strukturell likviditet variert, men i snitt ligget noe over null, se figur 1. Staten har sin konsernkonto i kroner i Norges Bank og statens transaksjoner mot banksystemet har vært den viktigste årsaken til både kortsiktige og langsiktige variasjoner i strukturell likviditet. I 2022 var strukturell likviditet gjennomgående på et lavt nivå fordi midler hadde bygget seg opp på statens konto. En rekordstor innbetaling av petroleumsskatt i oktober 2022 førte til at strukturell likviditet falt til et historisk lavt nivå. Det resulterte i at de korteste pengemarkedsrentene steg kraftig, som også smittet til rentene lengre ut på rentekurven, se Huse, Pettersen og Sævareid (2023).

Med uroen i pengemarkedet høsten 2022 som bakteppe, satte Finansdepartementet i 2023 ned en arbeidsgruppe som skulle se nærmere på statens transaksjoner og påvirkningen på pengemarkedet. Våren 2024 publiserte arbeidsgruppen sin rapport med flere konkrete anbefalinger som vil påvirke strukturell likviditet, se Finansdepartementet (2024a). Dersom anbefalingene til arbeidsgruppen vedtas vil, alt annet likt, strukturell likviditet øke markant de neste årene, se figur 1. Strukturell likviditet ventes å stige til rundt 150 mrd. ved utgangen av 2025 og videre til nær 200 milliarder i 2027. I praksis innebærer det en overgang til et vesentlig høyere nivå på strukturell likviditet.

Høyere strukturell likviditet innebærer at bankenes innskudd i sentralbanken øker. Med dagens likviditetsstyringssystem vil innskuddene utover 35 milliarder kroner trekkes inn med F-innskudd. Uansett om overskuddslikviditeten er i form av ubundne reserver eller tidsinnskudd, vil bankene få styrket sin likviditet og trolig vil risikopremien på å bytte til seg kroner mot dollar i valutabyttemarkedet reduseres. Økte innskudd fra banker på Norges Banks balanse vil dermed kunne påvirke prisen på likviditet i pengemarkedet. Et av målene i likviditetspolitikken er å legge til rette for at likviditets- og kredittrisiko bæres av det private banksystemet, som innebærer at sentralbanken i minst mulig grad skal påvirke risikopremier i pengemarkedet på løpetider utover noen dager, se Norges Bank (2021). Norges Bank uttalte i etterkant av publiseringen av arbeidsgruppens rapport at når det er avklart hvilke av arbeidsgruppens anbefalinger som vedtas, vil Norges Bank vurdere om det er behov for å gjøre tilpasninger i likviditetspolitikken eller på balansen, se Norges Bank (2024).

Dette notatet er strukturert som følger. I kapittel 2 beskrives nærmere sammenhengen mellom strukturell likviditet, Liquidity Coverage Ratio (LCR) og rentedannelsen i pengemarkedet. Kapittel 3 omhandler en dekomponering av faktorer som har påvirket nivået på strukturell likviditet over tid. Kapittel 4 inneholder tekniske framskrivninger av hvordan nivået på strukturell likviditet i utgangspunktet kan tenkes å utvikle seg i årene fremover i lys av forslagene fra arbeidsgruppen for statens transaksjoner. Framskrivningene tar ikke hensyn til eventuelle balansetilpasninger fra Norges Bank.

Figur 1: Strukturell likviditet i banksystemet. Daglige observasjoner og ett års glidende gjennomsnitt. 01.01.2010 – 26.04.2024. Framskrevet nivå ved utgangen av året 2024-2027.¹ Milliarder kroner.



Kilde: Norges Bank

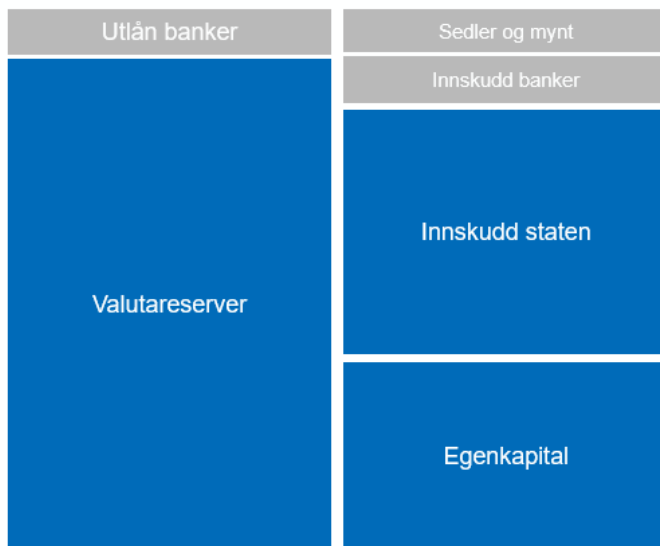
¹ Se kapittel 4 for detaljer.

2. Strukturell likviditet, Norges Banks likviditetsstyring og LCR

Både bankene og staten har innskuddskonto i Norges Bank. På Norges Banks balanse vises disse innskuddene på passivasiden, se figur 2. Norges Bank bestemmer summen av de samlede innskuddene på balansen, men ikke fordelingen mellom bankene og staten. Norges Bank kan skape nye innskudd enten ved å gi lån mot sikkerhet til bankene eller ved å lage nye innskudd for å finansiere øvrige eiendeler.

Det overordnede målet i Norges Banks likviditetspolitikk er å sørge for at de helt kortsiktige pengemarkedsrentene holdes nær styringsrenten. Norges Bank oppnår dette ved å styre summen av bankenes sentralbankreserver mot 35 milliarder kroner, gjennom enten likviditetstilførende F-lån eller likviditetsinndragene F-innskudd. Sentralbankreserver er det endelige oppgjørsmidlet mellom banker og deres mest likvide aktiva.

Figur 2: Illustrasjon av Norges Banks balanse



Strukturell likviditet er nivået på bankenes innskudd i Norges Bank før sentralbankens markedsoperasjoner. Endringer i strukturell likviditet påvirkes av såkalte autonome faktorer. De viktigste autonome faktorene er:

1. Inn- og utbetalinger mellom statens konto i Norges Bank og publikums konti i banksystemet
2. Norges Banks valutatransaksjoner
3. Statens låneoptak
4. Endringer i utestående sedler og mynt

Når for eksempel bedrifter innbetaler skatt til staten inndras likviditet fra banksystemet, mens statens innskudd øker. Når staten betaler ut pensjon og trygd tilføres likviditet til banksystemet. Når Norges Bank kjøper valuta og selger kroner tilføres likviditet til banksystemet. Når bankene kjøper sedler og mynt fra Norges Bank betaler de med innskudd i sentralbanken og strukturell likviditet faller. Mønsteret i statlige inn- og utbetalinger, forfall og emisjoner i statsobligasjoner og Norges Banks valutatransaksjoner fører normalt til svingninger i strukturell likviditet innad i

hvert år, men staten har hatt som prinsipp at dens transaksjoner ikke skal påvirke nivået på strukturell likviditet over tid. Figur 1 viser imidlertid at nivået på strukturell likviditet har variert over tid. Nivået var klart høyere mellom 2011 til 2019 enn i årene før og etter. Årsaken til det drøftes i kapittel 3.

Innføring av Liquidity Coverage Ratio i kroner for bankene har trolig bidratt til at strukturell likviditet er viktigere for påslagene i pengemarkedet enn tidligere, se Hagen og Stiansen (2023). LCR-kravet innebærer at bankene må holde en portefølje med likvide eiendeler som er tilstrekkelig til å dekke bankenes netto utbetalinger i en 30-dagers stressperiode, se ligning 1. Norske banker må oppfylle krav til LCR samlet for alle valutaer og enkeltvis for kroner og andre såkalte signifikante valutaer. Krav til samlet LCR på 100 prosent ble innført for norske banker ved utgangen av 2015. Høsten 2017 ble det innført krav til LCR i norske kroner på 50 prosent for store norske banker som har euro eller dollar som signifikant valuta. Flere av de nordiske fillialbankene har også de senere årene fått krav om å oppfylle spesifikke LCR-krav i norske kroner av sine lokale tilsynsmyndigheter.

$$(1) LCR_{NOK} = \frac{\text{Likvide eiendeler}}{\text{Utbetalinger} - \text{MIN}(\text{Innbetalinger}, 0,75 * \text{Utbetalinger})} \geq 50 \%,$$

Fall i strukturell likviditet svekker bankenes LCR-dekning. Når strukturell likviditet faller, mister bankene innskudd fra publikum på passivasiden og sentralbankreserver på aktivassiden. Tapet av innskudd fører isolert sett til en styrking av bankenes LCR. Det skyldes at innskudd har en såkalt uttaksfaktor i LCR på mellom fem og hundre prosent avhengig av typen innskudd. Når bankene mister innskudd, faller utbetalingene og derfor også nevneren i bankenes LCR. Fallet i nevner vil bli større desto høyere uttaksfaktoren er for innskuddene bankene mister. Samtidig faller telleren i bankens LCR, ettersom bankene mister reserver som inngår som en likvid eiendel i LCR med hundre prosent vekt. Fordi innskuddene banken mister ganges med en uttaksfaktor på mellom fem og hundre prosent, vil vanligvis telleren falle mer enn nevner i bankenes LCR når strukturell likviditet faller, slik at LCR svekkes.²

F-lån vil normalt ikke hjelpe bankene i å opprettholde sin LCR når strukturell likviditet faller siden sikkerhetene de stiller i F-lån i hovedsak er de samme som er godkjent som likvide eiendeler i LCR. Bankene kan erstatte reserver de mister ved et fall i strukturell likviditet med F-lån, men må da trekke fra stilte sikkerhet i beregningen av likvide eiendeler i LCR. Bankene kan i noen grad stille verdipapirer som ikke inngår i NOK-LCR som sikkerhet for F-lån, for eksempel egne OMF eller verdipapirer i utenlandsk valuta. Dersom F-lånene forfaller innenfor 30 dager er imidlertid regelverket utformet slik at bankene må ta høyde for tilbakebetaling i form av reserver ved forfall av F-lånet når grensene for sammensetning av likviditetsbufferen beregnes, den såkalte «unwinding mechanism». Det innebærer at bankenes beholdning av Nivå 1A-eiendeler i LCR vil kunne utgjøre en beskrankning på hvor mye bankene kan låne i F-lån, selv om de ikke benytter disse for å låne i Norges Bank.

Når strukturell likviditet faller, kan bankene opprettholde sin LCR i kroner og øke forutsigbarheten rundt egen likviditetsposisjon ved å bytte til seg kroner mot valuta på løpetider

² Dersom for eksempel strukturell likviditet faller med 100, vil likvide eiendeler (teller i brøken) falle tilsvarende. Bankene vil miste innskudd på 100, som inngår under utbetalinger i nevner multiplisert med en uttaksfaktor. For eksempel dersom uttaksfaktoren er 50% i snitt, vil nevneren falle med 50 og LCR faller.

utover 30 dager. Markedet for valutabytteavtaler i norske kroner er den største og mest likvide delen av det norske pengemarkedet, se Stiansen (2022). Normalt medfører fall i strukturell likviditet til at prisen på å bytte til seg kroner på disse løpetidene i valutabyttemarkedet stiger. I tillegg kan «unwinding mechanism» gjøre at bankene i mindre grad kan tilby kroner på løpetider under 30 dager når strukturell likviditet blir svært negativ.³ For eksempel bidro en rekordstor innbetaling av petroleumsskatt høsten 2022 til at strukturell likviditet falt til det laveste nivået noensinne. Det medførte vesentlig oppgang i påslaget i de aller korteste pengemarkedsrentene, se Huse, Pettersen og Sævareid (2023). Også pengemarkedspåslagene med noe lengre løpetid steg klart.

Et lavt langsiktig nivå på strukturell likviditet øker risikoen for at store innbetalinger til staten gir vesentlig utslag i korte pengemarkedsrenter. Det har dermed betydning for måloppnåelsen i Norges Banks likviditetspolitikk

3. Dekomponering av strukturell likviditet

3.1 Petroleumsfondsmekanismen og andre offentlige inn- og utbetalinger

Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten (petroleumsinntekter) skal enten brukes til å dekke det oljekorrigerte budsjettunderskuddet eller spares i Statens Pensjonsfond Utland (SPU). Dersom petroleumsinntektene er større enn det oljekorrigerte underskuddet, avsettes overskytende til SPU og dersom petroleumsinntektene er mindre enn underskuddet tas det midler ut av SPU. Petroleumsfondsmekanismen er det systemet som kanaliserer petroleumsinntekter til bruk eller sparing.

Petroleumsinntekter består av inntekter fra statens eget oljeselskap i valuta (SDØE-inntektene) og petroleumsskatt og utbytte fra Equinor i norske kroner. SDØE-inntektene selges løpende til petrobufferporteføljen i Norges Bank. Avsetningen til SPU er gitt ved:

$$(2) \text{ Avsetning SPU} = \text{SDØE} + \text{oljeskatt og utbytte} + \text{oljekorrigert underskudd}$$

Statens behov for valuta til avsetning i SPU dekkes ved valutakjøp fra Norges Bank på vegne av staten og er gitt ved:

$$(3) \text{ Valutakjøp SPU} = \text{Avsetning SPU} - \text{SDØE}$$

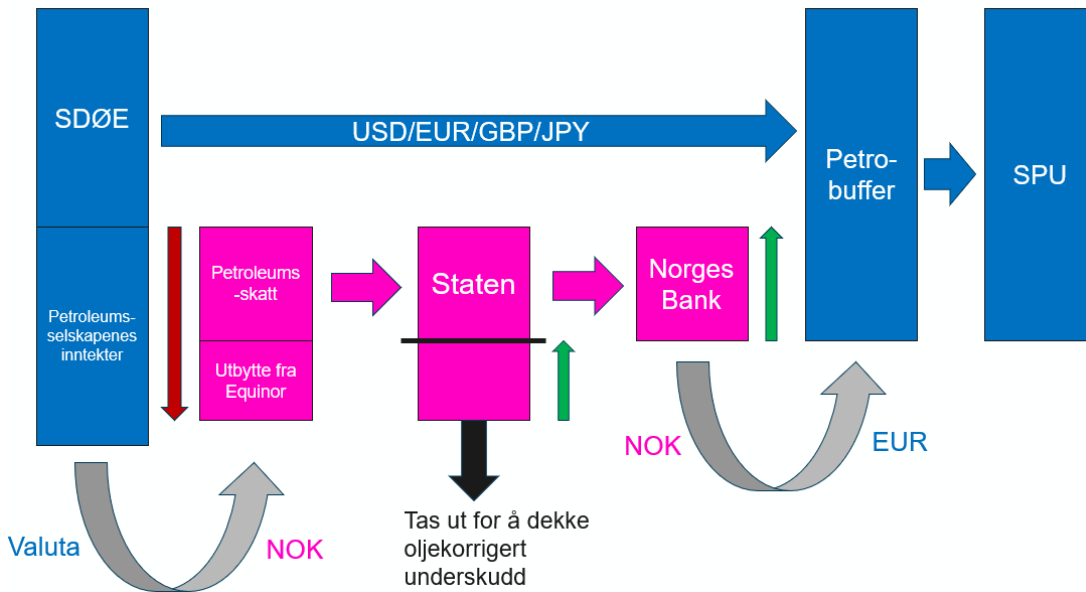
Alternativt kan ligningene over kombineres og valutakjøpene uttrykkes som:

$$(4) \text{ Valutakjøp SPU} = \text{Petroleumsskatt og utbytte} + \text{oljekorrigert underskudd}$$

Ligning (4) viser at valutakjøpene tilsvarer statens over- eller underskudd i kroner. Dersom petroleumsskatter og utbytte overstiger oljekorrigert underskudd, selger Norges Bank kroner på vegne av staten og motsatt dersom oljeskattene er mindre enn oljekorrigert underskudd.

³ Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet om behandling av Norges Banks F-lån i LCR av 9. februar 2024 følger vedlagt i rapporten til arbeidsgruppen, se Finansdepartementet (2024a).

Figur 3.1: Petroleumsfondsmekanismen når petroleumsinntekter i kroner er større enn oljekorrigert underskudd.



Figur 3.1 illustrerer petroleumsfondsmekanismen når petroleumsinntektene i kroner er større enn oljekorrigert underskudd, som har vært tilfelle de siste årene. Innbetaling av petroleums-skatt og utbytte fra Equinor til staten inndrar likviditet fra banksystemet og netto utbetalinger fra staten, som i sum vil være lik det oljekorrigert underskudd, tilfører likviditet til banksystemet. Norges Bank selger overskytende petroleumsinntekter i kroner og kjøper valuta til petrobufferporteføljen for avsetning til SPU. Valutakjøpene tilfører likviditet til banksystemet, og planlegges og gattes jevnt over året. Den likviditetsinndragende effekten fra petroleums-skatt og utbytte motvirkes i utgangspunktet fullt ut av tilførsel fra staten og valutakjøpene. Det innebærer at petroleumsfondsmekanismen virker nøytralt på banksystemets strukturelle likviditet (likviditetsnøytralitet). I boks 1 er petroleumsfondsmekanismen og likviditetsnøytralitet illustrert med et talleksempel.

Boks 1. Illustrasjon av petroleumsfondsmekanismen og likviditetsnøytralitet

Effekten av statens bruk av petroleumsinntekter på strukturell likviditet kan illustreres med et talleksempel. Anta petroleumsinntekter i kroner i form av oljeskatt og utbytte fra Equinor på 200 og oljekorrigert underskudd på 100. For enkelhets skyld ser vi her bort fra petroleumsinntekter i valuta. Staten skal dermed avsette 100 til SPU, og har behov for å kjøpe valuta lik 100 for å dekke avsetningen. Når oljeselskapene betaler inn skatt og utbytte til staten trekker de på sine innskudd i private banker og betaler til statens konto i Norges Bank. I oppgjørssystemet i Norges Bank betaler bankene ved å trekke på sine innskudd i sentralbanken. Bankenes innskudd i sentralbanken reduseres dermed med 200 og statens innskudd i sentralbanken øker tilsvarende, se tabell 3.1

Tabell 3.1: Norges Banks balanse etter innbetaling av oljeskatt og utbytte

Eiendeler		Gjeld	
SPU		Kronekonto SPU	
Lån til banker		Sedler og mynt	
Valutareserver		Innskudd fra banker	-200
		Innskudd fra staten	200
		Egenkapital	
Totalt		Totalt	

Staten har behov for å skaffe valuta for avsetning til SPU. Norges Bank gjennomfører valutatransaksjonene til SPU på vegne av staten. Norges Bank kjøper valuta og selger kroner lik 100 av bankene i valutamarkedet. Kronesalgene godskrives bankenes innskuddskonti Norges Bank som øker med 100. På aktividasiden av Norges Banks balanse plasseres valutaen som skal overføres til SPU midlertidig i petrobufferporteføljen i valutareservene, se tabell 3.2

Tabell 3.2: Norges Banks balanse etter kjøp av valuta og salg kroner til SPU

Eiendeler		Gjeld	
SPU		Kronekonto SPU	
Lån til banker		Sedler og mynt	
Valutareserver	+100	Innskudd fra banker	-200+100=-100
		Innskudd fra staten	200
		Egenkapital	
Totalt	100	Totalt	100

Videre ber staten Norges Bank om å overføre valuta lik 100 til SPU. Norges Bank overfører valuta lik 100 fra petrobufferporteføljen i valutareservene. Staten betaler ved å trekke på sine innskudd i Norges Bank, som reduseres med 100, se tabell 3.3.

Tabell 3.3 Norges Banks balanse etter avsetning til SPU

Eiendeler		Gjeld	
SPU	100	Kronekonto SPU	100
Lån til banker		Sedler og mynt	
Valutareserver	+100-100=0	Innskudd fra banker	-200+100=-100
		Innskudd fra staten	200-100=100
		Egenkapital	
Totalt	100	Totalt	100

Når staten bruker 100 over budsjettet utbetales midler fra statens konto til publikums innskuddskonti i private banker. Statens konto reduseres med 100 og bankenes innskudd i sentralbanken øker med 100, se tabell 3.4. Når alle transaksjonene er gjennomført, er bankene og statens innskudd i Norges Bank og valutareservene uendret fra utgangspunktet. I likhet med figur 3.1 viser eksempelet at statens bruk og sparing av petroleumsinntekter ikke påvirker bankenes samlede innskudd i Norges Bank og at mekanismen i utgangspunktet er likviditetsnøytral.

Tabell 3.4 Norges Banks balanse etter statens bruk over budsjettet

Eiendeler		Gjeld	
SPU	100	Kronekonto SPU	100
Lån til banker		Sedler og mynt	
Valutareserver	+100-100=0	Innskudd fra banker	-200+100+100=0
		Innskudd fra staten	200-100-100=0
		Egenkapital	
Totalt	100	Totalt	100

Anta videre at statens utgifter utenom petroleumsvirksomheten blir lavere enn anslått, slik at faktisk oljekorrigert underskudd blir 50 og ikke 100. Vi legger også til grunn at dette ikke er kjent for staten før valutatransaksjonene og avsetningene er gjennomført for året. I stedet for å bruke 100 over budsjettet bruker staten nå kun 50. Sammenlignet med tabell 3.4 reduseres nå statens konto kun med 50 og bankenes innskudd i Norges Bank øker kun med 50, se tabell 3.5. Dermed har bankenes innskudd falt med 50 fra utgangspunktet. Statens konto har økt med 50. Petroleumsfondsmekanismen er ikke lenger likviditetsnøytral fordi staten har avsatt for lite midler til SPU og Norges Bank har solgt for lite kroner på vegne av staten.

Tabell 3.5 Norges Banks balanse med avvik fra likviditetsnøytralitet

Eiendeler		Gjeld	
SPU	100	Kronekonto SPU	100
Lån til banker		Sedler og mynt	
Valutareserver	+100-100=0	Innskudd fra banker	-200+100+50=-50
		Innskudd fra staten	200-100-50=50
		Egenkapital	
Totalt	100	Totalt	100

3.1.1 Har petroleumsfondsmekanismen vært likviditetsnøytral i praksis?

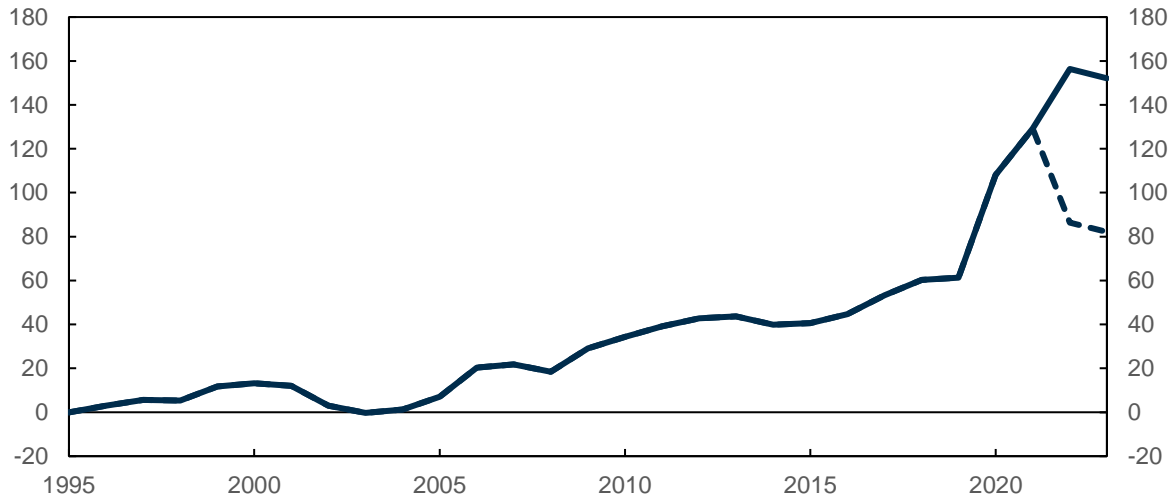
I praksis vil det være usikkerhet knyttet til størrelsen på petroleumsinntektene og det oljekorrigert underskudd frem til staten avlegger endelig statsregnskap på våren i påfølgende budsjettår. Avsetningene, og dermed valutatransaksjonene, i inneværende budsjettår er derfor basert på anslag for disse størrelsene.

Dersom anslagene avviker fra faktiske tall, vil også avsetningene, og dermed valutatransaksjonene, avvike fra hva de skulle ha vært. Petroleumsfondsmekanismen virker i så fall ikke nøytralt på strukturell likviditet. Hvis for eksempel det oljekorrigerte underskuddet blir mindre enn ventet, innebærer det at det har blitt kjøpt for mye kroner til statens konto. Alt annet likt medfører det at statens konto stiger og bankenes innskudd faller fra utgangspunktet. Det vil også være tilfelle dersom innbetalingene av petroleumsinntektene i kroner blir høyere enn ventet. Petroleumsfondsmekanismen vil i disse tilfellene ikke være likviditetsnøytral i praksis. For mye eller for lite avsatt på grunn av avvik fra anslaget for nettokontantstrømmen korrigeres automatisk det påfølgende budsjettåret, slik at overføringen av nettokontantstrømmen til SPU blir likviditetsnøytral over tid. Avvikende avsetning knyttet til oljekorrigert underskudd korrigeres derimot ikke automatisk.

Historisk sett har statens anslag på petroleumsinntekter vært nær faktiske størrelser, mens staten over tid samlet sett har overvurdert størrelsen på det oljekorrigerte underskuddet. Akkumulert avvik mellom anslag i nysaldert budsjett⁴ og faktiske tall fra statsregnskapet viser at staten har overvurdert oljekorrigert underskudd med nær 150 milliarder kroner akkumulert siden 1996, hvorav 115 milliarder skyldes avvik siden 2010, se figur 3.2. Avviket skyldes i hovedsak at oljekorrigert underskudd ble lavere enn anslått i 2020, 2021 og 2022. I 2022 gjennomførte imidlertid staten en skjønsmessig tilbakeføring fra statens konto til SPU på 70 milliarder kroner. Hensyntatt tilbakeføringen i 2022 har staten akkumulert siden 1995 avsatt om lag 80 milliarder kroner for lite til SPU, hvorav for lite avsatt siden 2010 har utgjort 50 milliarder. For lite avsetning til SPU innebærer at petroleumsfondsmekanismen har virket inndragende på strukturell likviditet.

⁴ Siste offentlige anslag for inneværende budsjettår.

Figur 3.2: Overskudd i statsregnskapet etter avsetning til SPU (heltrukken linje) inkl. tilbakeføring i 2022 (stiplet linje). Akkumulert. 1995-2023. Milliarder kroner.

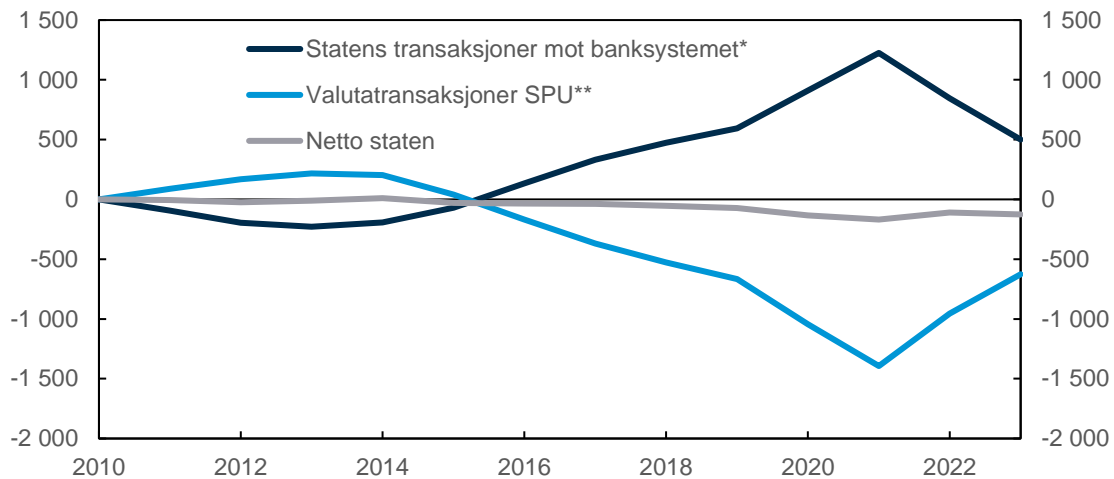


Kilde: Statsregnskapet

Figur 3.3 viser den akkumulerte effekten av statens transaksjoner, valutatransaksjoner samt den samlede effekten på strukturell likviditet siden 2010. Den mørkeblå linjen viser at likviditetstilførselen til banksystemet fra statens og andre offentlige konti utenom transaksjoner knyttet til statsgjeldsforvaltningen har vært på rundt 500 milliarder kroner. Mesteparten av inn- og utbetalingene er knyttet til innbetaling av skatter og avgifter og statens bruk av disse midlene over statsbudsjettet, men likviditetstilførsel i form av Norges Banks utgifter er også inkludert i denne posten. At inn- og utbetalingene akkumulert (mørkeblå linje) har tilført likviditet må sees i sammenheng med at nettokontantstrømmen i kroner i årene 2014 til 2021 var lavere enn oljekorrigert underskudd. I denne perioden kjøpte derfor Norges Bank kroner på vegne av staten for å dekke det resterende kronebehovet. Derfor har valutatransaksjonene (lyseblå linje) virket likviditetsinndragende i perioden. Akkumulert har likviditetsinndragningen fra valutatransaksjonene på vegne av staten vært på rundt 625 milliarder kroner siden 2010. Nettoeffekten fra tilførselen over statens konto og valutatransaksjonene innebærer likviditetsinndragning på 125 milliarder kroner siden 2010, se grå linje i figur 3.3⁵, hvor den viktigste grunnen er at petroleumsfondsmekanismen ikke har vært likviditetsnøytral. Valutatransaksjonene til SPU avhenger imidlertid også av enkelte andre komponenter som ikke knytter seg til direkte til petroleumsfondsmekanismen. For eksempel kjøper Norges Bank kroner tilsvarende forvaltningsgodtgjørelse i SPU hvert år. Disse kronekjøpene utgjør akkumulert 60 milliarder kroner siden 2010, og motvirker i all hovedsak tilførselen fra Norges Banks utgifter omtalt over.

⁵ I utgangspunktet kan dette beløpet sammenlignes med at staten ifølge statsregnskapet har avsatt 48 milliarder kroner for lite til SPU siden 2010. Avviket mellom tallene kan blant annet skyldes at ikke alle statens inntekter og utgifter har likviditetseffekt og/eller at ikke alle betalingene over staten og andre offentlige konti i likviditetsstatistikken knytter seg til inntekter og utgifter i statsbudsjettet. I tillegg inngår likviditetseffekten fra Norges Banks inntekter og kostnader. Likviditetstilførsel som knytter seg til kostnader ved forvaltningen av SPU motvirkes imidlertid av at Norges Bank kjøper kroner tilsvarende forvaltningshonoraret fra staten hvert år.

Figur 3.3: Statens transaksjoner og valutatransaksjoner på vegne av staten. Akkumulert likviditetseffekt. 2010-2023. Milliarder kroner.



*Likviditetseffekt fra inn- og utbetalinger fra staten og andre offentlige konti inkludert netto tilførsel fra Norges Banks driftsutgifter, fratrukket betalinger som inngår i statens lånebehov og betalinger knyttet til statsobligasjoner og statskasseveksler

**Likviditetseffekt fra Norges Banks valutatransaksjoner på vegne av staten inkludert kronekjøp tilsvarende godtgjørelse for Norges Banks kostnader ved forvaltningen av SPU (forvaltningshonoraret)

Kilde: Norges Bank og statsregnskapet

3.2 Statsgjeldsopplåningen

Staten utsteder statsobligasjoner for å dekke sitt lånebehov. Lånebehovet består av utlån fra statsbanker og kapitalinnskudd i forbindelse med statlig eierskap, forfall av obligasjonslån og nøytralisering av likviditetstilførselen fra statens bruk av overføringer av utbytte og renter fra Norges Bank.

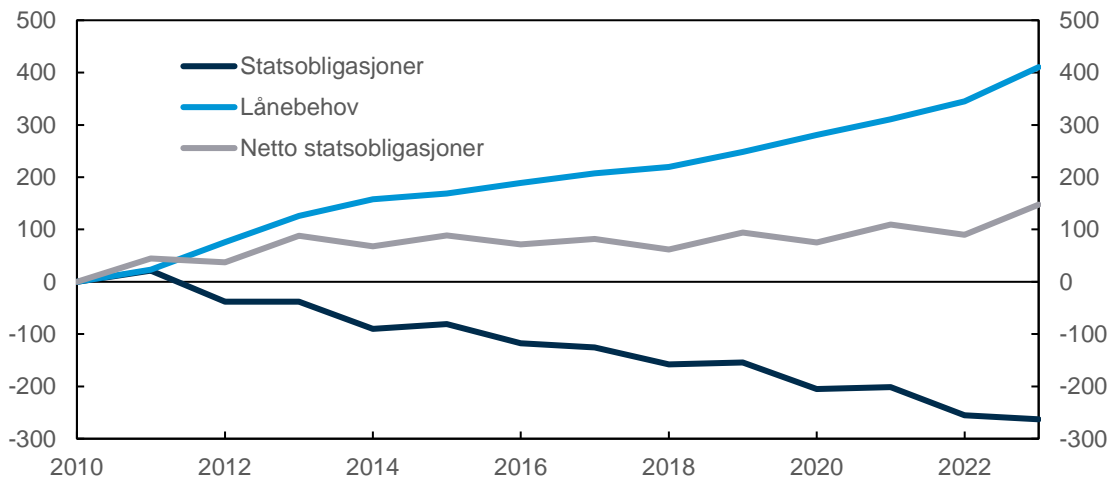
I statsbudsjettet er det lagt opp til at statens lånetransaksjoner over tid ikke skal påvirke likviditeten i banksystemet. Når staten utbetaler utlån fra Lånekassen, Husbanken eller lignende tilføres likviditet til banksystemet og strukturell likviditet øker. Forfall i utestående statsobligasjoner har samme effekt. Opptak av ny statsgjeld trekker inn likviditet fra banksystemet. Norges Bank overfører utbytte og renter til staten ved å skape «nye» kroner på statens konto. Når staten bruker disse inntektene over statsbudsjettet tilføres derfor likviditet til banksystemet. Derfor inngår også overføringene i lånebehovet. I 2024 vedtok imidlertid Finansdepartementet å stanse nøytraliseringen fra og med 2025, se Finansdepartementet (2024b). Det innebærer at overføringene fra 2025 ikke lenger vil inngå i lånebehovet.

Lånebehovet dekkes hovedsakelig ved utstedelse av langsiktige obligasjonslån, men kan også dekkes ved trekk på statens kontantbeholdning av hensyn til å forutsigbarhet i opplåningen fra år til år og til velfungerende statspapirmarkeder. Trekk på kontantbeholdningen for å dekke lånebehovet innebærer tilførsel av likviditet til banksystemet. Det årlige låneprogrammet er basert på anslag for poster som inngår i lånebehovet i statsbudsjettet. Normalt gjøres det ikke endringer i opplåningen underveis i året, med mindre

ekstraordinære forhold tilsier det.⁶ Faktisk lånebehov for året er normalt ikke kjent før statsregnskapet legges frem på våren i det påfølgende året. Dersom faktisk lånebehov blir større enn anslått tilfører opplåningen netto likviditet til banksystemet, og motsatt dersom faktisk lånebehov blir mindre enn anslått.

Siden 2010 har lånebehovet brutto tilført likviditet til banksystemet tilsvarende rundt 400 milliarder kroner, se figur 3.4. Samtidig har utestående statsobligasjoner trukket inn likviditet tilsvarende om lag 250 milliarder. Det innebærer en nettotilførsel på nær 150 milliarder kroner. I Svor (2023) gis det en detaljert beskrivelse av budsjettet og faktisk lånebehov samt opptak av statsgjeld siden 2002.⁷

Figur 3.4: Statsgjeldsopplåningen. Akkumulert likviditetseffekt.⁸ 2010-2023. Milliarder kroner.



Kilde: Norges Bank og statsregnskapet

3.3 Andre bidragsyttere til endringer i strukturell likviditet

I tillegg til statens transaksjoner, Norges Banks valutatransaksjoner på vegne av SPU og den langsiktige statsgjeldsopplåningen, påvirkes også strukturell likviditet av endringer i utestående sedler og mynt, Norges Banks egne valutatransaksjoner og endringer i utestående statskasseveksler. Siden 2010 har utestående sedler og mynt falt med 14 milliarder kroner. Når bankene selger sedler og mynt tilbake til Norges Bank godskrives bankenes innskuddskonti i sentralbanken og strukturell likviditet øker, se figur 3.5. Videre har Norges Banks egne valutatransaksjoner trukket strukturell likviditet ned med 3,5 milliarder kroner. Beløpet stammer i sin helhet fra intervensjoner i valutamarkedet våren 2020 da Norges Bank kjøpte kroner og solgte valuta for å bedre funksjonsevnen i markedet for norske kroner. Når Norges Bank kjøper kroner fra bankene, betaler bankene med å trekke på sine innskudd i

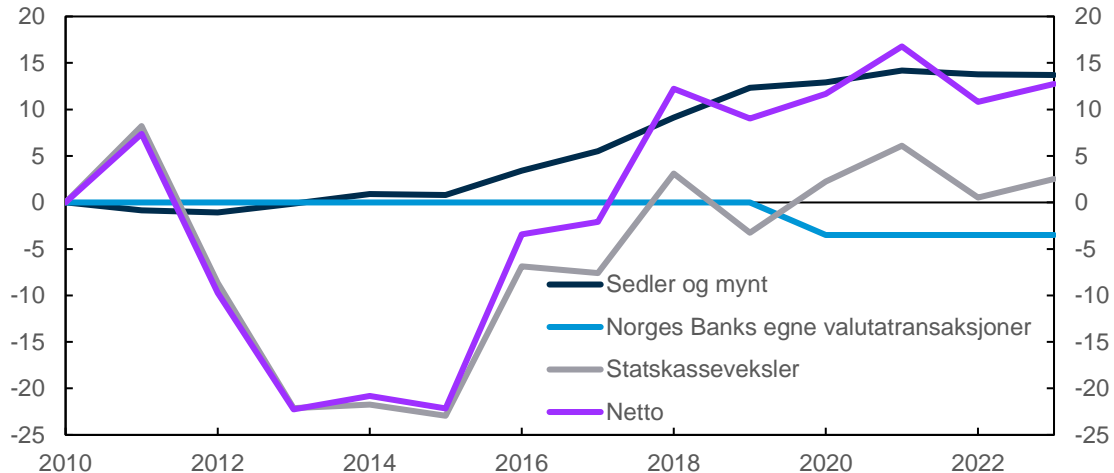
⁶ Et eksempel er 2020 da lånebehovet økte som følge av gjenopprettingen av Statens obligasjonsfond.

⁷ Tallene i Svor (2023) avviker noe fra likviditetsstatistikken. Den viktigste årsaken er at frem til 2023 var det forfall i tiårige statsobligasjoner annethvert år, og i Svor (2023) fordeles (periodiseres) forfallene på lånebehovet over to år.

⁸ Enkelte forhold kan bidra til at det er noe avvik mellom faktisk likviditetseffekt og det som vises i figuren. For eksempel benyttes nominell verdi i figuren.

sentralbanken og strukturell likviditet faller. Siden 2010 har utestående statskasseveksler falt med 2,5 milliarder kroner. I sum utgjør nettotilførsel fra sedler og mynt, Norges Banks intervensjoner i valutamarkedet og statskasseveksler på 13 milliarder kroner siden 2010, en svært liten del av den samlede endringen i strukturell likviditet sammenlignet med effekten fra øvrige komponenter.

Figur 3.5: Sedler og mynt, Norges Banks egne valutatransaksjoner og statskasseveksler. Akkumulert likviditetseffekt. 2010-2023. Milliarder kroner.



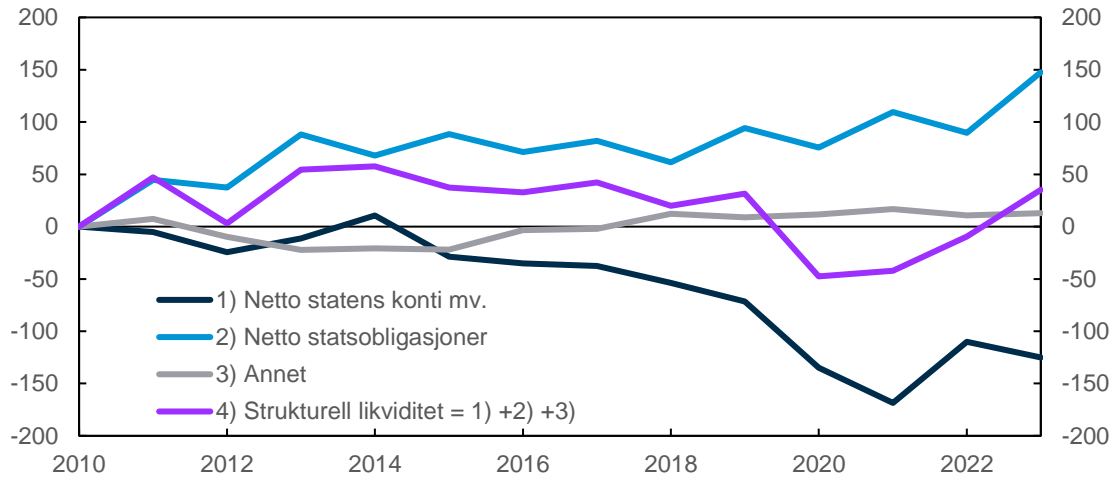
Kilde: Norges Bank

3.4 Dekomponering av endringer i strukturell likviditet

Figur 3.6 viser akkumulert endring i strukturell likviditet siden 2010 brutt ned etter bidrag fra de ulike komponentene, som er omtalt i delkapitlene over. Til sammen utgjør komponentene akkumulert endring i strukturell likviditet. Figuren viser at det langsiktige nivået på strukturell likviditet var på det høyeste i 2014, hvor det lå nær 60 milliarder over nivået i 2010. I 2020 var nivået på det lavest, nær 50 milliarder under 2010-nivået. Frem til 2014 bidro særlig beviste valg fra myndighetenes side om å bygge ned kontantbeholdningen til at strukturell likviditet steg. Siden 2020 har for lite avsetning til SPU og tilhørende valutatransaksjoner bidratt til å trekke ned nivået på strukturell likviditet. I 2022 bidro den ekstraordinære tilbakeføringen til SPU i motsatt retning. I tillegg medførte planlagt trekk på kontantbeholdningen og høyere vekst i utlån fra statsbankene enn vekst i utestående statsobligasjoner til likviditetstilførsel i 2023.

Endringer i det langsiktige nivået på strukturell likviditet har betydning både for bankene og for Norges Bank. I perioder der det langsiktige nivået på strukturell likviditet er lavt, som for eksempel i årene 2020 til 2022 vil bunnpunktet innad i året, alt annet likt, bli lavere enn i perioder der det langsiktige nivået er høyere. Norges Bank vil alltid tilføre likviditet via markedsoperasjoner i form av F-lån for å bringe nivået på total likviditet til siktemålet på mellom 30 og 40 milliarder. Det har likevel betydning for bankene om likviditeten tilføres via F-lån eller strukturelt, se kapittel 2.

Figur 3.6: Dekomponering av strukturell likviditet. Akkumulert likviditetseffekt. 2010-2023. Milliarder kroner.



Kilde: Norges Bank

4. Strukturell likviditet i årene fremover

Med uroen i pengemarkedet høsten 2022 som bakteppe, satte Finansdepartementet i 2023 ned en arbeidsgruppe som skulle se nærmere på statens transaksjoner og påvirkningen på pengemarkedet. I april 2024 publiserte arbeidsgruppen sin rapport. Rapporten inneholdt flere anbefalinger som, dersom de gjennomføres, vil påvirke strukturell likviditet i årene som kommer. Figur 4.1 viser akkumulert endring i strukturell likviditet og de ulike komponentene siden 2010, inkludert tekniske framskrivninger ved utgangen av 2024, 2025, 2026 og 2027, hensyntatt førstehåndseffektene av arbeidsgruppens anbefalinger. Framskrivningene tar dermed ikke hensyn til eventuelle balansetilpasninger fra Norges Bank.

Arbeidsgruppen anbefaler å tilbakeføre for lite avsatte midler fra statens konto til SPU tilsvarende 82,1 milliarder kroner. I revidert nasjonalbudsjett for 2024 står det at regjeringen vil foreslå i statsbudsjettet for 2025 at disse midlene tilbakeføres til SPU i 2025, se Finansdepartementet (2024c). Dersom tilbakeføringen gjennomføres i 2025 vil statens behov for valuta for avsetning til SPU øke med 82,1 milliarder, alt annet likt. Valutakjøpene på vegne av staten vil også øke tilsvarende. I 2025 vil dermed kronosalg under «netto staten» tilføre 82,1 milliarder kroner. I tillegg anbefaler arbeidsgruppen at det innføres en automatisk mekanisme som korrigerer for feilavsetning knyttet til oljekorrigert underskudd det påfølgende året. Dersom anbefalingen gjennomføres, vil petroleumsfondsmekanismen fremover være likviditetsnøytral over en periode på to år.

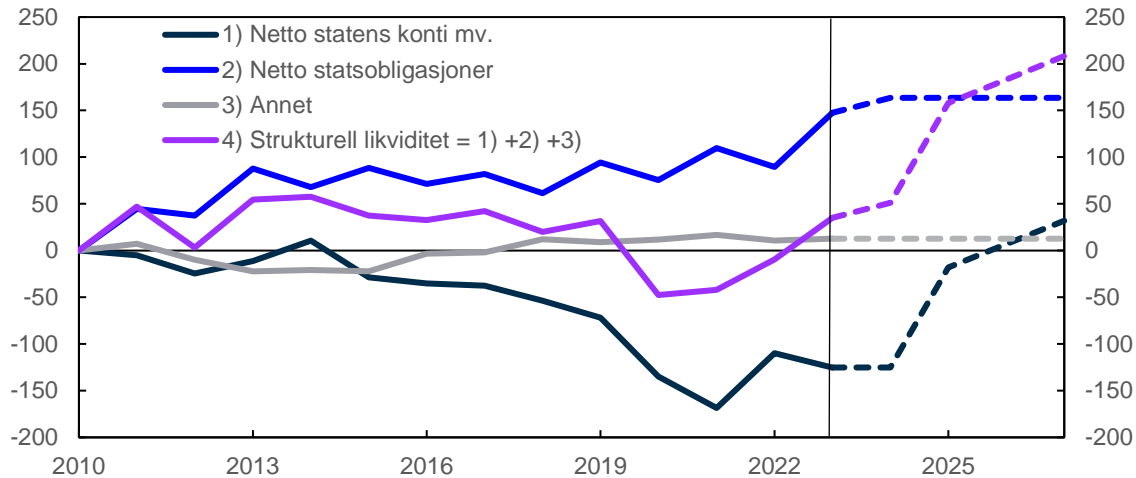
I tillegg har Finansdepartementet besluttet å stanse nøytraliseringen av overføringer fra Norges Bank. Det innebærer at statens bruk av overføringene over budsjettet ikke lenger motsvares av likviditetsinndragning fra utstedelse av statsobligasjoner. Det innebærer en likviditetstilførsel tilsvarende overførte renter og utbytte fra Norges Bank til staten hvert år fra og med 2025. I framskrivningene legges det til grunn at overføringene i 2025 til 2027 tilsvarer 25 milliarder kroner hvert år, som er lik snittet av overføringene i 2022, 2023 og anslaget for overføringer i 2024. I årene 2024-2027 bidrar dermed «netto staten» med likviditetstilførsel tilsvarende om lag 160⁹ milliarder kroner, se mørk blå stiplet linje i figur 4.1.

I statsgjeldsforvaltningenes strategi og låneprogram for 2024 legges det opp til trekk på kontantbeholdningen på mellom 11,4 og 21,4 milliarder kroner. I framskrivningen i figur 4.1 legges midtpunktet på nær 16 milliarder kroner til grunn for 2024. Som omtalt tidligere, har utestående statsgjeld over tid økt mindre enn lånebehovet. Det taler for at statsgjeldsopplåningen fremover skal virke inndragende på strukturell likviditet. I arbeidsgruppens rapport står det at det forventes at statsgjeldsopplåningen vil trekke inn noe likviditet i årene fremover for å ta hensyn til tilførselen av likviditet i 2023, se Finansdepartementet (2024a). I forvaltningen tas det også andre hensyn enn kun likviditetsnøytralitet, blant annet forutsigbarhet i lånevolumene og velfungerende statspapirmarkeder. Opplåningen fremover er ikke kjent og vil publiseres i låneprogrammene i kommende år. Som en teknisk forutsetning legges det derfor til grunn at statsgjeldsopplåningen i årene 2025-2027 virker nøytralt på likviditeten¹⁰.

⁹ Overføring fra statens konto til SPU i 2025 på 82,1 mrd. og ikke-nøytraliserte overføringer på 25 mrd. hvert år fra 2025 = 157,1 mrd. i perioden.

¹⁰Opplåningen for påfølgende år annonseres hvert år i «Strategi og låneprogram». Forfatterne har ingen kjennskap til statsgjeldsforvaltningens vurderinger om opplåningen fremover.

Figur 4.1: Dekomponering av strukturell likviditet med teknisk framskrivning. Akkumulert likviditetseffekt. Faktiske tall fra 2010-2023. Anslag fra 2024 - 2027¹¹. Milliarder kroner.



Kilde: Norges Bank

Samlet sett medfører utviklingen i komponentene omtalt over at strukturell likviditet øker med nær 170¹² milliarder kroner fra utgangen av 2023 til utgangen av 2027, til et nivå på over 200 milliarder kroner, alt annet likt, se også figur 1. Det innebærer at strukturell likviditet innad i året vil svinge rundt et gradvis høyere nivå de neste årene. Norges Bank sikter mot å holde den samlede likviditeten i banksystemet nær 35 milliarder kroner. I utgangspunktet medfører det at Norges Bank i større grad enn tidligere vil måtte tilby likviditetsinndragende markedsoperasjoner i form av F-innskudd for å trekke inn overskuddslikviditeten i banksystemet. Uansett om innskuddene er ubundne eller tidsinnskudd, vil bankene få styrket sin LCR. Trolig vil det føre til lavere risikopremier i pengemarkedet.^{13 14} Utover de aller korteste løpetidene har Norges Bank som mål å i minst mulig grad påvirke risikopremiene i pengemarkedet. En betydelig økning i strukturell likviditet kan dermed gjøre avveiningene i likviditetsstyringen mer krevende. Norges Bank annonserte i etterkant av publiseringen av arbeidsgruppens rapport, at de vil vurdere om det er behov for endringer i likviditetspolitikken eller på balansen, når det er bestemt hvordan arbeidsgruppens anbefalinger følges opp.

¹¹ I framskrivningene legges til grunn at petroleumsfondsmekanismen er likviditetsnøytral fremover.

¹² 157 mrd. jf. fotnote 9 + planlagt trekk på kontantbeholdningen på 16 mrd. i 2024 = 173 mrd. for perioden.

¹³ Se også Stiansen (2024).

¹⁴ Fremtidsprisingen av Niborpåslaget falt noe da arbeidsgruppens rapport ble publisert.

5. Oppsummering

Nivået på strukturell likviditet har betydning for måloppnåelsen i likviditetspolitikken. Innføring av LCR-krav i norske kroner har trolig gjort at strukturell likviditet er viktigere for påslagene i pengemarkedet enn tidligere. Ved lav strukturell likviditet øker risikoen for at store innbetalinger til staten gir vesentlig utslag i korte pengemarkedsrenter. Høy strukturell likviditet vil gjøre at bankenes likviditet styrkes og dermed påvirke prisene på likviditet i pengemarkedet.

Historisk har strukturell likviditet variert en del, men i snitt ligget noe over null. Avvik i likviditetsnøytralitet i statens transaksjoner har vært hovedårsakene til dette. Høsten 2022 medførte en rekordstor innbetaling av oljeskatt til uro i pengemarkedet. Det ble derfor nedsatt en arbeidsgruppe som har sett på statens transaksjoner og påvirkningen på pengemarkedet.. Arbeidsgruppen publiserte våren 2024 sin rapport med flere konkrete anbefalinger. Dersom anbefalingene vedtas, er en konsekvens, alt annet likt, at nivået på strukturell likviditet løftes. Norges Bank har uttalt at de skal vurdere om det er behov for tilpasninger i likviditetspolitikken eller på balansen når det er avklart hvilke av anbefalingene som vedtas.

6. Referanser:

Finansdepartementet (2024a). «Arbeidsgrupperapport statens transaksjoner.» URL: <https://www.regjeringen.no/contentassets/82370cda8ef04a518c215f5cac4dd3a2/arbeidsgrupperapport-statens-transaksjoner-og-pengemarkedet.pdf>

Finansdepartementet (2024b). Brev til Norges Bank - Likviditetsvirkningen av statsbudsjettet. URL: <https://www.regjeringen.no/contentassets/23d0891f60b145fb92a132ec76de49cb/brev-til-norges-bank-likviditetsvirkningen-av-statsbudsjettet.pdf>

Finansdepartementet (2024c). Prop. 104 S (2023-2024). Tilleggsbevilgninger og omprioriteringer i statsbudsjettet 2024. URL: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-104-s-20232024/id3039096/>

Hagen og Stiansen (2023). «Har strukturell likviditet større påvirkning på Nibor-påslaget enn tidligere?», Marius Hagen og Kjetil Stiansen. Staff Memo 14/2023. URL: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Signerte-publikasjoner/Staff-Memo/20232/sm-14-2023/>

Huse, Pettersen og Sævareid (2023). «Uroen i det norske pengemarkedet høsten 2022». Inga-Malene Huse, Joakim Johnsen Pettersen og Ingebjørg Hansen Sævareid. Staff Memo 15/2023. URL: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Signerte-publikasjoner/Staff-Memo/20232/sm-15-23-uroen-i-det-norske-pengemarkedet-2022/>

Norges Bank (2021). «Norges Banks likviditetspolitikk: Prinsipper og utforming.» Norges Bank Memo 3/2021. URL: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Norges-Bank-Memo-/2021/memo-3-2021/>

Norges Bank (2024). «Rapport fra Finansdepartementet om statens transaksjoner». Nyhetsmelding Norges Bank. URL: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Nyhetsmeldinger/2024/2024-04-03-arbeidsgruppe/>

Stiansen (2022). «Det norske pengemarkedet». Staff memo 4/2022. URL: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Signerte-publikasjoner/Staff-Memo/2022/sm-4-2022/>

Stiansen (2024). «Nivået på strukturell likviditet og måloppnåelsen i likviditetsstyringen». Innlegg på Norges Banks Markedsseminar 2024. URL: https://www.norges-bank.no/contentassets/40a736db32384c918647363f224ef925/nivaet-pa-strukturell-likviditet-og-maloppnaelsen-i-likviditetsstyringen_stiansen.pdf?v=18042024105348

Svor (2023). «Hvor gode er statsbudsjettets anslag for statens lånebehov?». Statsgjeld memo 2/2023. URL: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Signerte-publikasjoner/statsgjeld-memo/2023/2-23/>