

AKTUELL KOMMENTAR

Negative renter: Sentralbankreserver og likviditetsstyring

NR. 2 | 2015

TOM BERNHARDSEN OG
KATHRINE LUND,
MARKEDSOPERASJONER OG
ANALYSE

Synspunktene i denne
kommentaren representerer
forfatterens syn og kan
ikke nødvendigvis tillegges
Norges Bank



NORGES BANK

I en rekke land har nå korte pengemarkedsrenter blitt negative, enten fordi sentralbanken har satt negativ styringsrente, eller fordi overskudd av sentralbankreserver presser de korte pengemarkedsrentene ned mot renten på sentralbankens marginale innskuddsfasilitet, som er negativ. I Norge er det den såkalte reserverenten som er renten på sentralbankens marginale innskuddsfasilitet. Reserverenten skal gi bankene insentiv til å omfordele reserver med hverandre i interbankmarkedet. Så lenge Norges Bank holder reservene i banksystemet mindre enn summen av bankenes kvoter for folioinnskudd i Norges Bank, vil overnattenrenten holde seg rundt styringsrenten. Det vil også være tilfellet dersom reserverenten skulle bli negativ.

De siste årene har mange sentralbanker redusert styringsrentene til svært lave nivåer. Samtidig har alternative pengepolitiske virkemidler som lange lån til banksektoren, kjøp av statsobligasjoner og private verdipapirer og valutaintervensjoner blitt tatt i bruk.

Flere sentralbanker har nå innrettet pengepolitikken slik at de helt korte pengemarkedsrentene er blitt negative. Det gjelder i land som Sveits, Danmark, Sverige og euroområdet. En sentralbank kan oppnå negative korte pengemarkedsrenter på to måter, enten ved å sette styringsrenten negativ eller – i noen situasjoner - ved å tilføre banksystemet et overskudd av sentralbankreserver samtidig som renten på sentralbankens marginale innskuddsfasilitet er negativ. Det er imidlertid viktig å merke seg at så lenge styringsrenten er positiv og sentralbanken holder normal likviditetsstyring uten overskudd av sentralbankreserver, vil ikke en negativ rente på sentralbankens marginale innskuddsfasilitet innebære negative korte pengemarkedsrenter.

I denne kommentaren ser vi nærmere på hvordan utformingen av likviditetsstyringssystemet er sentralt for rentedannelsen når en sentralbank ønsker å oppnå negative korte pengemarkedsrenter. Som bakgrunn drøfter vi først hva som menes med sentralbankreserver og sentralbankers likviditetsstyring. Deretter ser vi på likviditetsstyringen i euroområdet, Danmark, Sveits og Sverige. Til slutt tar vi for oss kvotesystemet i Norge og reserverentens rolle i dette systemet.

Sentralbankreserver og sentralbankers likviditetsstyring

Sentralbankers likviditetsstyring har som formål å gi styringsrenten et bredt gjennomslag i pengemarkedsrentene. Sentralbanken oppnår dette ved å fastsette vilkårene for bankenes lån og innskudd i sentralbanken, samt styre mengden sentralbankreserver i systemet. Med sentralbankreserver, eller bare reserver, menes bankenes innskudd i sentralbanken. Instrumentene som sentralbanken bruker i styringen av bankenes reserver, samt vilkårene knyttet til disse instrumentene, utgjør likviditetsstyringssystemet.¹ I et slikt system skilles det mellom stående fasiliteter og markedsoperasjoner. Markedsoperasjoner for å tilføre eller inndra reserver iverksettes på sentralbankens initiativ, gjerne i form av auksjoner. De stående fasilitetene er

¹ Systemer for styring av sentralbankreserver utdypes og forklares nærmere i Bernhardsen og Kloster (2010) og Syrstad (2011). Se også Norges Banks nettsider under likviditetsstyring <http://www.norges-bank.no/Bank-og-marked/Likviditetsstyringssystemet/>

derimot alltid tilgjengelige for bankene og består ofte av en innskudds- og utlånsfasilitet samt en intradagfasilitet.²

NORGES BANK

AKTUELL KOMMENTAR
NR 2 | 2015

NEGATIVE RENTER:
SENTRALBANKRESERVER
OG LIKVIDITETSSTYRING

Bankene har konto i sentralbanken for å gjøre opp transaksjoner seg mellom. Dersom en kunde i bank A overfører penger til en kunde i bank B, gjøres dette opp ved at bank A får redusert innskudd i sentralbanken, mens bank B får økt innskudd i sentralbanken. For å sikre at transaksjonene mellom bankene gjennomføres på en effektiv måte, kan bankene normalt låne reserver av sentralbanken gjennom dagen rentefritt, men mot sikkerhet. Ved dagens slutt må slike «intradaglån» betales tilbake til sentralbanken.

Et likviditetsstyringssystem kan utformes på flere måter. Flere sentralbanker implementerer pengepolitikken gjennom et system der sentralbankens styringsrente ligger midt i en korridor mellom renten på sentralbankens innskuddsfasilitet og renten på sentralbankens utlånsfasilitet.³ Samtidig styrer sentralbanken mot å holde reservene i banksystemet lik null eller marginalt større enn null.⁴ Men selv om den totale mengden reserver i systemet ved dagens slutt er null, kan likevel noen banker ha overskudd av reserver, det vil si positiv saldo i sentralbanken, mens andre har et underskudd av reserver, altså negativ saldo (intradaglån). Bankene har da to muligheter: Banker med underskudd av reserver kan låne reserver av banker med overskudd. De lånte reservene brukes til å tilbakebetale intradaglånet i sentralbanken. Alternativt kan bankene bruke sentralbankens stående fasiliteter.⁵ Siden renten på sentralbankens innskuddsfasilitet er lavere enn styringsrenten, mens renten på sentralbankens utlånsfasilitet er høyere enn styringsrenten, gir det bankene et insentiv til å handle med hverandre fremfor å bruke sentralbankens stående fasiliteter. Rentene på de stående fasilitetene danner derfor normalt en øvre og en nedre grense for den korte markedsrenten.

Figur 1 illustrerer et klassisk likviditetsstyringssystem. Etterspørselen etter reserver er en fallende funksjon av den korte markedsrenten i interbankmarkedet, overnattenrenten. Jo mindre markedsrenten er, desto billigere er det for bankene å sikre seg mot behov for reserver, og desto større er etterspørselen. Som nevnt over danner renten på sentralbankens utlånsfasilitet normalt et tak for overnattenrenten, mens renten på sentralbankens innskuddsfasilitet normalt danner et gulv for overnattenrenten.^{6,7} Sentralbankens tilbud av reserver er illustrert ved den

² Innskuddsfasiliteten innebærer at banker kan plassere reserver over natten til en gitt rente i sentralbanken. Gjennom utlånsfasiliteten kan bankene til en gitt rente låne reserver over natten i sentralbanken, normalt mot sikkerhet i verdipapirer.

³ Et slikt system blir ofte omtalt som et korridorsystem.

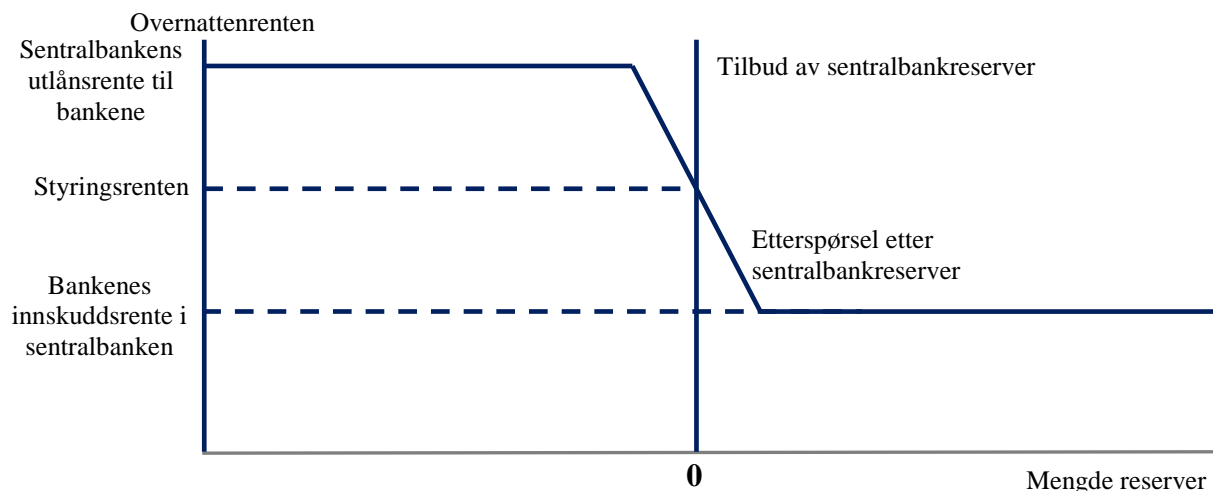
⁴ I noen land må bankene holde såkalte reservekrav, det vil si at bankene må holde visse beløp på konto i sentralbanken. Normalt forrentes disse til en rente lik eller nær styringsrenten. I et system med reservekrav sikter sentralbanken mot å holde mengden reserver i banksystemet lik det nivået som bestemmes av reservekravet.

⁵ En bank som har underskudd av reserver og negativ saldo i sentralbanken ved dagens slutt, og som ikke klarer å låne den nødvendige mengden reserver av andre banker, vil automatisk måtte bruke sentralbankens utlånsfasilitet. En bank som har overskuddsreserver, og som ikke låner disse ut til andre banker, må automatisk bruke sentralbankens innskuddsfasilitet.

⁶ Det kan være stigma knyttet til bruken av utlånsfasiliteten. I tilfeller hvor denne stigmakostnaden er høy, kan markedsrenten overstige renten på den stående utlånsfasiliteten.

loddrette tilbudskurven, der reservene er lik null.⁸ Reservene kan endres som følge av såkalte autonome faktorer, det vil si faktorer som ligger utenfor sentralbankens kontroll. Sentralbanken motvirker disse endringene ved hjelp av markedsoperasjoner, som lån og tidsbundne innskudd eller kjøp og salg av verdipapirer eller valuta.⁹

Figur 1. Etterspørsel etter og tilbud av sentralbankreserver i et korridorsystem



Sentralbankreservene fordeles mellom bankene i et lukket system. Bankene som gruppe kan ikke på eget initiativ kvitte seg med reservene på annen måte enn å plassere dem på konto i sentralbanken. En bank med overskuddsreserver må enten låne dem ut til andre banker eller plassere dem som innskudd i sentralbanken til lav rente. Lånes reservene ut til andre banker, er det disse som må plassere dem på konto i sentralbanken. Når sentralbanken sørger for at det samlede nivået på reservene er lik null, vil overskudd av reserver i noen banker alltid motsvares av et like stort underskudd hos de øvrige bankene. Ved å omfordele reservene i interbankmarkedet trenger ingen banker å benytte seg av sentralbankens stående fasiliteter.

Hvordan kan sentralbanken oppnå negative korte pengemarkedsrenter?

Med utgangspunkt i likviditetsstyringssystemet drøftet over, skal vi nå se hvordan utformingen av likviditetsstyringssystemet er sentralt for rentedannelsen når en sentralbank ønsker å oppnå negative korte

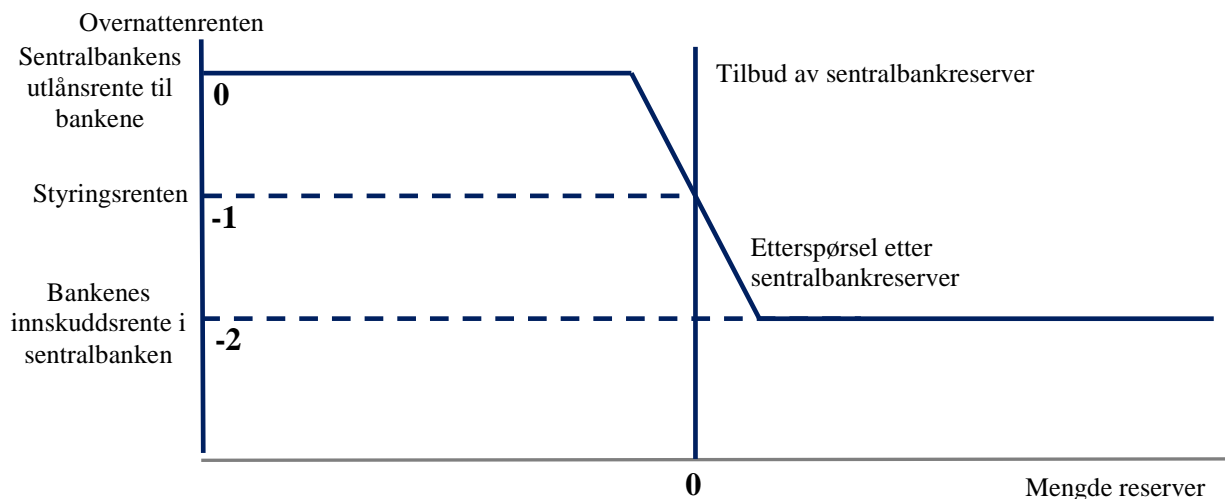
⁷ I tilfeller hvor en eller flere banker ikke har tilgang til sentralbankens innskuddsfasilitet kan markedsrenten falle under innskuddsrenten. Pengemarkedsrenter med lengre løpetid enn overnatten kan være lavere enn innskuddsrenten i sentralbanken dersom markedsaktørene forventer en reduksjon i styringsrenten. Det er derfor de helt kortsiktige pengemarkedsrentene korridoren normalt danner et tak og et gulv for.

⁸ Denne modellen er en forenklet fremstilling av modellen til Whitesell (2006). Modellen brukes også av Keister, Martin og McAndrews (2008) for å illustrere likviditetspolitikken i Federal reserve. Bernhardsen og Kloster (2010) gir også en fremstilling.

⁹ To vanlige autonome faktorer er sedler og mynt og statens konto (dersom staten har konto i sentralbanken). Når staten mottar skatter fra husholdninger og bedrifter, overføres penger fra bankenes kontoer i sentralbanken til statens konto i sentralbanken. Da reduseres reservene i banksystemet. Når bankene kjøper sedler og mynt, betaler bankene ved å trekke på deres innskudd i sentralbanken, og mengden reserver reduseres. For detaljer, se Bernhardsen og Kloster (2010), Syrstad (2011) og Aamodt og Tafjord (2013).

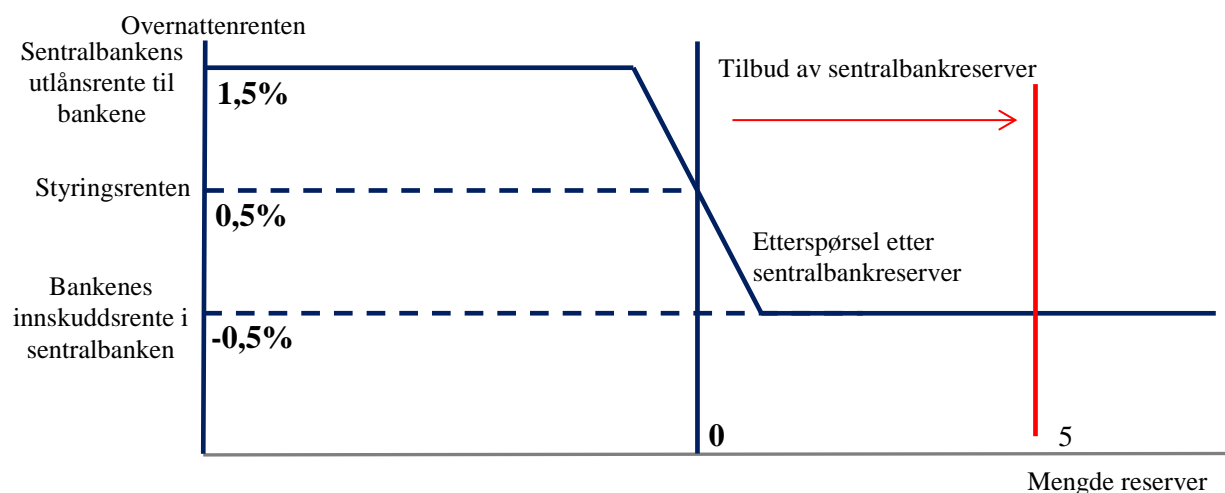
pengemarkedsrenter. For det første kan sentralbanken sette styringsrenten negativ, kombinert med normal likviditetsstyring uten overskuddsreserver i banksystemet. Det er illustrert i figur 2, der styringsrenten tenkes å være minus 1 prosent, med en rentekorridor lik pluss/minus ett prosentpoeng rundt styringsrenten. Når sentralbanken sikter mot å holde reservene i banksystemet lik null, vil overnattenrenten holdes nær styringsrenten, som i dette tilfellet altså er negativ.

Figur 2. Negativ styringsrente og normal likviditetsstyring i et korridorsystem



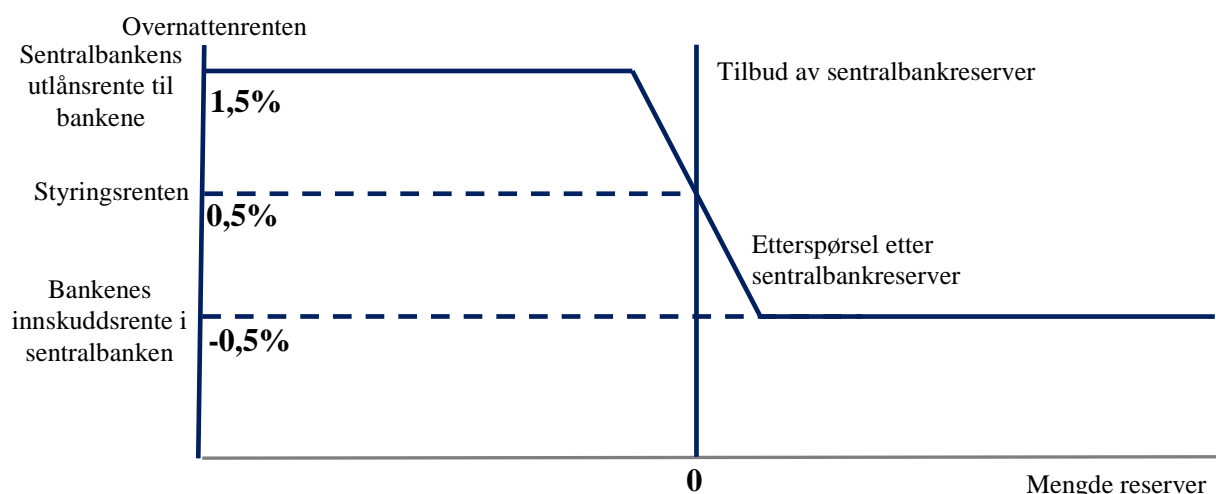
Videre kan sentralbanken oppnå negative korte pengemarkedsrenter ved å ha positiv styringsrente, negativ rente på innskuddsfasiliteten og overskuddsreserver i banksystemet. Det er illustrert i figur 3, der tilbudskurven er flyttet til høyre. Mengden reserver har nå økt, og overnattenrenten presses ned mot renten på sentralbankens innskuddsfasilitet. Årsaken er at bankene individuelt vil forsøke å låne ut reservene til andre banker i interbankmarkedet i et forsøk på å unngå å måtte bruke sentralbankens innskuddsfasilitet. Som nevnt over, noen banker må til slutt holde overskuddsreservene som innskudd i sentralbanken, men prosessen gir en priseffekt; overnattenrenten i markedet bys ned mot sentralbankens innskuddsrente. En slik likviditetsstyring forutsetter at sentralbanken i utgangspunktet har iverksatt tiltak som samtidig medfører en økning i reservene i banksystemet. Eksempler kan være lange lån til bankene, kjøp av verdipapirer eller valutaintervensjoner.

Figur 3. Positiv styringsrente, negativ innskuddsrente og overskudd av sentralbankreserver



Negativ rente på innskuddsfasiliteten betyr i seg selv ikke at overnattenrenten blir negativ, *forutsatt at sentralbanken holder normal likviditetsstyring uten overskuddsreserver i banksystemet*. Det illustreres i figur 4, der styringsrenten er positiv, renten på sentralbankens innskuddsfasilitet er negativ og reservene er lik null. Det er altså ingen overskuddsreserver. I dette tilfellet vil overnattenrenten holde seg nær styringsrenten. Rentekorridoren og den negative renten på sentralbankens innskuddsfasilitet skal gi bankene incentiv til å handle reserver med hverandre, slik at ingen banker trenger å bruke sentralbankens stående fasiliteter.

Figur 4. Positiv styringsrente, negativ innskuddsrente og normal likviditetsstyring



Oppsummert kan vi altså tenke oss tre tilfeller:

- Styringsrenten er negativ, og sentralbanken har normal likviditetsstyring uten overskuddsreserver. Det gir negativ overnattenrente.
- Styringsrenten er positiv, renten på sentralbankens innskuddsfasilitet er negativ, og som følge av tiltak iverksatt av sentralbanken er det overskuddsreserver i banksystemet. Det gir negativ overnattenrente.¹⁰
- Styringsrenten er positiv, renten på sentralbankens innskuddsfasilitet er negativ, men sentralbanken holder normal likviditetsstyring uten overskuddsreserver i banksystemet. Overnattenrenten holder seg nær den positive styringsrenten.

¹⁰ I tillegg kan en også tenke seg at både styringsrenten og renten på sentralbankens innskuddsfasilitet er negative, samtidig som det er overskuddsreserver i banksystemet. Da vil overnattenrenten falle ned mot renten på innskuddsfasiliteten.

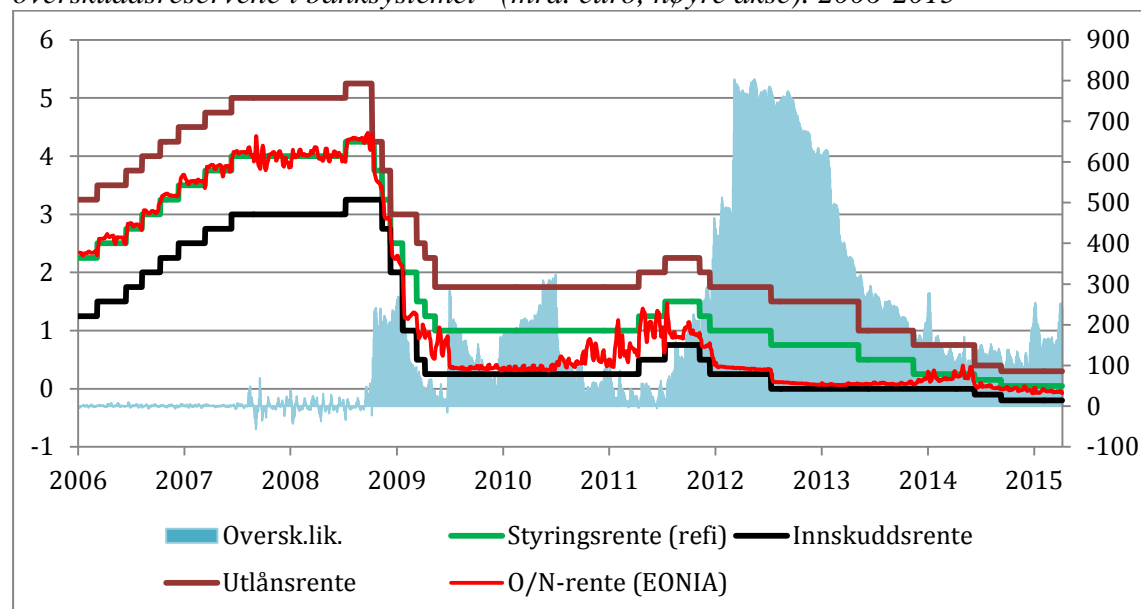
Likviditetsstyring og rentesetting internasjonalt

Vi skal i dette avsnittet se nærmere på hvordan enkelte sentralbanker har innrettet rente- og likviditetspolitikken for å oppnå negative korte renter i pengemarkedet.

Euroområdet

Den europeiske sentralbanken (ECB) hadde før finanskrisen et tradisjonelt korridorsystem som beskrevet over. Fram til høsten 2008 varierte overnattenrenten, EONIA, rundt styringsrenten (refi-renten).¹¹ Dette er illustrert i figur 5, som viser overnattenrenten, styringsrenten, renten på ECBs innskudds- og utlånsfasilitet og overskuddsreservene i banksystemet.¹² Under finanskrisen og krisen i det europeiske statspapirmarkedet tilførte ECB bankene lån med lengre løpetid slik at overskuddsreservene økte betydelig. Som en følge falt overnattenrenten under styringsrenten og ned mot renten på sentralbankens innskuddsfasilitet. De siste årene har ECB også kuttet styringsrenten, og i september 2014 ble styringsrenten og renten på innskuddsfasiliteten redusert til henholdsvis 0,05 og -0,2 prosent. Etter dette har EONIA i hovedsak blitt kvotert negativt.

Figur 5. Overnattenrenten (EONIA)*, ECBs styringsrente (refi-renten), rentene på ECBs innskudds- og utlånsfasilitet (alle prosent venstre akse) og overskuddsreservene i banksystemet* (mrd. euro, høyre akse). 2006-2015



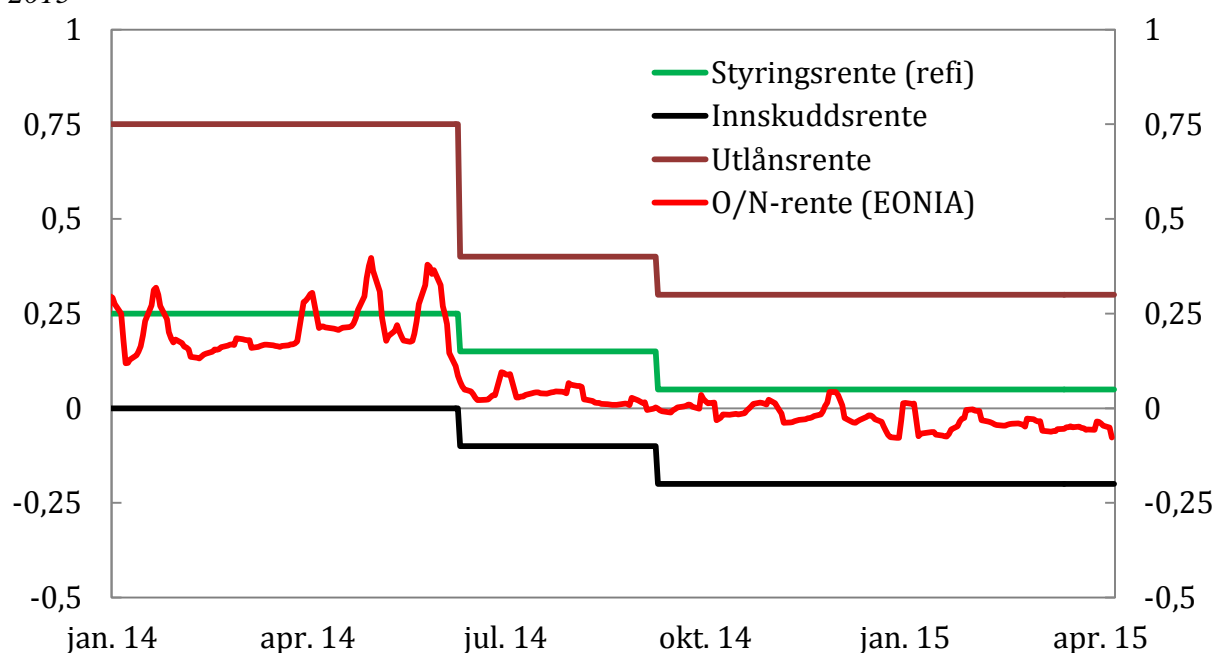
*EONIA og overskuddsreservene er målt som 5-dagers glidende gjennomsnitt

¹¹ Refi-renten er renten på ECBs ukentlige markedsoperasjoner.

¹² Bankene i euroområdet må holde reservekrav i ECB som forrentes til en rente nær styringsrenten. Overskuddsreserver er definert som mengden reserver bankene må holde utover det som trengs av hensyn til reservekravet og endringer i autonome faktorer. I figur 1, som tjener som «modell» for drøftingen, er det ikke tatt hensyn til reservekrav, men det spiller ingen rolle for det prinsipielle ved drøftingen.

Figur 6 viser overnattenrenten og ECBs renter fra januar 2014, der det tydeligere fremgår at overnattenrenten nå kvoteres negativt, under styringsrenten. Dette er et eksempel på at sentralbanken holder store overskuddsreserver i banksystemet samtidig som renten på innskuddsfasiliteten er negativ. Selv om styringsrenten er positiv, blir de korte pengemarkedsrentene negative.¹³

Figur 6. Overnattenrenten (EONIA)*, ECBs styringsrente (refi-renten) og rentene på ECBs innskudds- og utlånsfasilitet. Prosent. Januar 2014-april 2015



*EONIA og overskuddsreservene er målt som 5-dagers glidende gjennomsnitt

Danmark

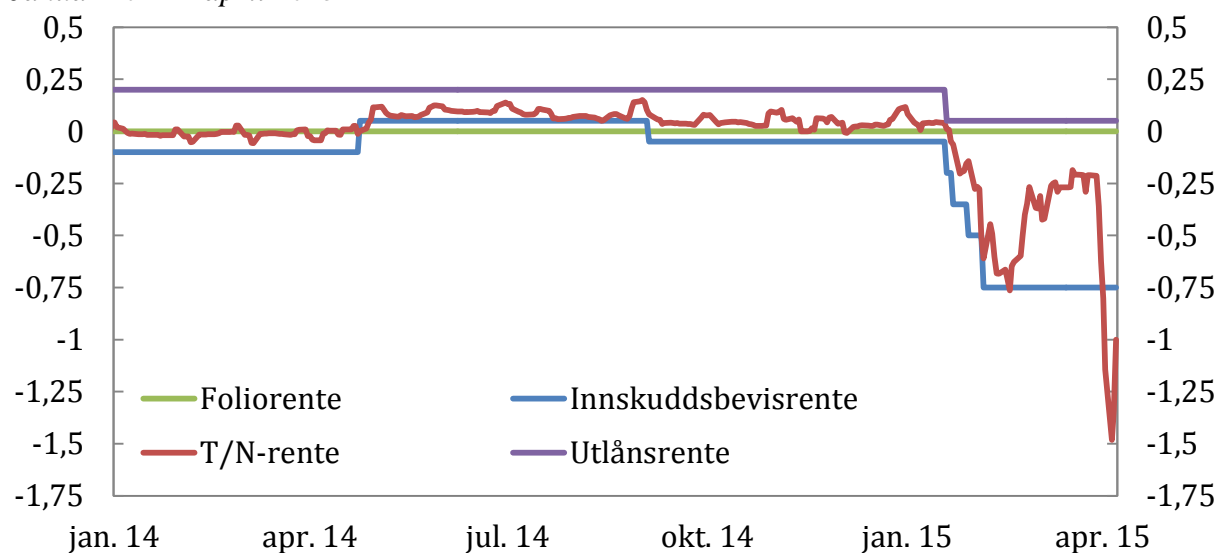
Sentralbanken i Danmark, Nationalbanken, har et kvotesystem i likviditetsstyringen, ikke helt ulikt systemet i Norge (drøftes nærmere under). Bankene får en viss mengde innskudd forrentet til styringsrenten (foliorenten), mens innskudd utover denne kvoten plasseres i såkalte innskuddsbevis som forrentes til innskuddsbevisrenten. Overskuddsreserver i et slikt system er definert ved at mengden reserver overstiger den samlede foliokvoten til bankene. Med overskuddsreserver vil da noen banker måtte plassere innskudd til innskuddsbevisrenten, og denne vil være styrende for de helt korte pengemarkedsrentene.¹⁴

¹³ Se ECB (2014) for nærmere drøfting og referanser.

¹⁴ I relasjon til vår modell, figur 1, tilsvarer innskuddsbevisrenten renten på sentralbankens innskuddsfasilitet.

I Danmark er pengepolitikken innrettet etter en fast kronekurs overfor euro. Etter sterkt appresieringspress mot danske kroner har Danmarks Nationalbank satt renten på innskuddsbevis ned i flere omganger til -0,75 prosent så langt i år, mens foliorenten er 0 prosent. I samme periode har sentralbanken kjøpt store mengder valuta (solgt kroner), og dette har bidratt til store overskuddsreserver i banksystemet. Foliorammene har samtidig blitt økt i flere omganger, men fortsatt blir mye av reservene plassert til innskuddsbevisrenten.¹⁵ Figur 7 viser Nationalbankens renter sammen med tomorrow-next-renten, som er den korteste pengemarkedsrenten i Danmark. Etter årsskiftet har t/n-renten falt markert i takt med reduksjonen i renten på innskuddsbevis og kvoteres nå negativt. Dette er et eksempel på hvordan overskuddsreserver i banksystemet bidrar til negative korte pengemarkedsrenter når renten på sentralbankens innskuddsfasilitet er negativ, selv om styringsrenten er positiv eller null.¹⁶

Figur 7. Nationalbankens renter og kortsiktig pengemarkedsrente. Prosent.
Januar 2014 – april 2015



Sveits

Sentralbanken i Sveits, SNB, har en styringsrente i form av et målintervall for tremåneders Libor for sveitsiske franc. Målintervallet er normalt på ett prosentpoeng, og sentralbanken styrer normalt mot midten av intervallet. I august 2011 besluttet SNB å styre mot en tremåneders rente på 0 prosent.¹⁷ I tillegg opererte SNB i perioden 6. september 2011 - 15. januar 2015 med et gulv på 1,20 franc per euro for å hindre en styrking av sveitsiske franc utover dette nivået. For å forsvare gulvet måtte SNB i perioder kjøpe store mengder valuta. Dette har ført til at banksystemet har et stort overskudd av sentralbankreserver plassert i SNB.

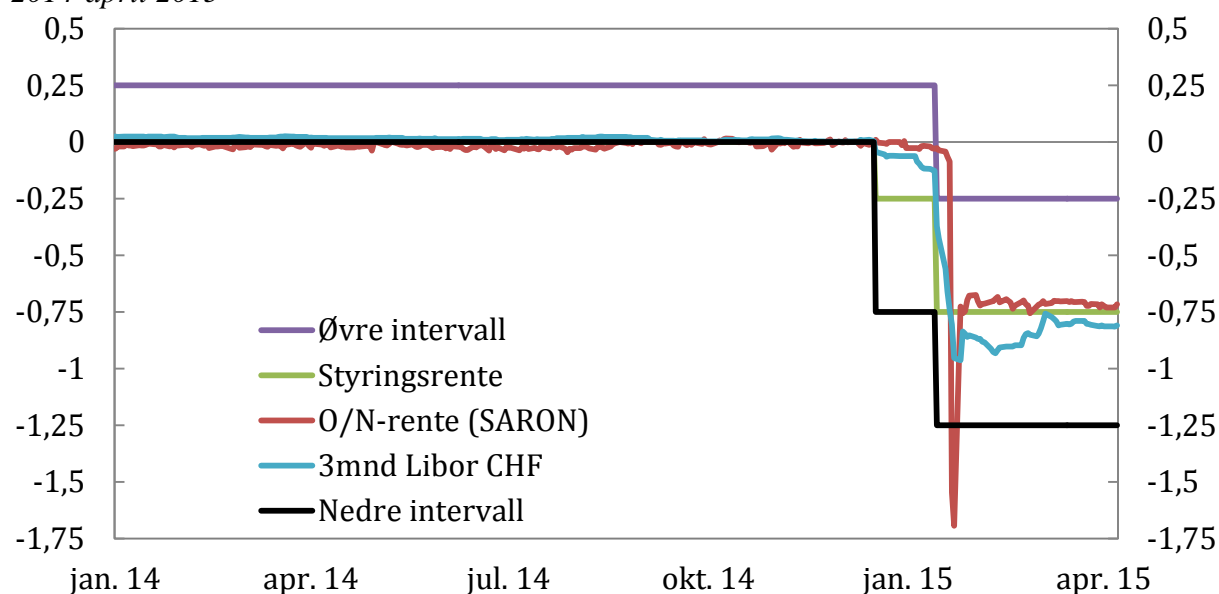
¹⁵ Per 9. april 2015 var bankenes folioinnskudd 168,5 mrd. DKK, mens innskuddsbevis utgjorde 215,2 mrd. DKK.

¹⁶ Likviditetsstyringen i Danmark og negative renter drøftes nærmere av Jørgensen og Risbjerg (2012).

¹⁷ Intervallet var i denne perioden 0-0,25 prosent.

Den 18. desember 2014 annonserte SNB at siktemålet for tremåneders Libor ble senket fra 0 til et intervall på -0,75% til 0,25%. For å nå dette målet ble det samtidig innført en negativ rente på minus 25 basispunkter på innskudd i sentralbanken. Den negative innskuddsrenten gjelder for innskudd over en gitt kvote.¹⁸ 15. januar annonserte SNB at de oppga kursgulvet mot euro. Samtidig ble målet for tremåneders Libor redusert med 50 basispunkter til et intervall på -1.25% til -0.25%. Som følge av denne justeringen ble også renten på innskuddene i sentralbanken redusert med 50 basispunkter til -0.75 prosent. Dette har bidratt til at pengemarkedsrentene i Sveits nå er negative, se figur 8.

Figur 8. Øvre og nedre grense i målintervallet for tremåneders Libor CHF, 3mnd. Libor CHF, styringsrenten og overnattenrenten i Sveits. Prosent. Januar 2014-april 2015



Sverige

Riksbanken bruker i utgangspunktet et korridorssystem (uten reservekrav) for å styre bankenes reserver. Rentekorridoren er normalt på +/- 0,75 prosentpoeng. Styringsrenten i Sverige, reporenten, er renten på Riksbankens ukentlige markedsoperasjoner. I tillegg utfører Riksbanken daglige finstyrende operasjoner, normalt til reporenten pluss/minus 0,1 prosentpoeng. I Sverige har bankene et strukturelt overskudd av reserver og dermed behov for å plassere reserver i Riksbanken. Riksbanken styrer mot å holde reservene i systemet «om lag i balanse», det vil si at så nær som alle reservene trekkes inn i de ukentlige repotransaksjonene eller i de daglige finstyrende operasjonene. Kun helt marginale beløp forrentes til innskuddsrenten.

I oktober 2014 reduserte Riksbanken reporenten til null prosent og renten på innskuddsfasiliteten til minus 0,75 prosent. Det ble da besluttet at finstyrene

¹⁸ Se

http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20141218/source/pre_20141218.en.pdf for en nærmere beskrivelse av beslutningen om å sette negativ rente og kvotene.

operasjoner også skulle gjennomføres til reporenten. Dette var et eksempel på at sentralbanken har negativ rente på innskuddsfasiliteten, men styrer reservene i banksystemet slik at bankene ikke har overskuddsreserver. De korte pengemarkedsrentene falt dermed ikke under null.

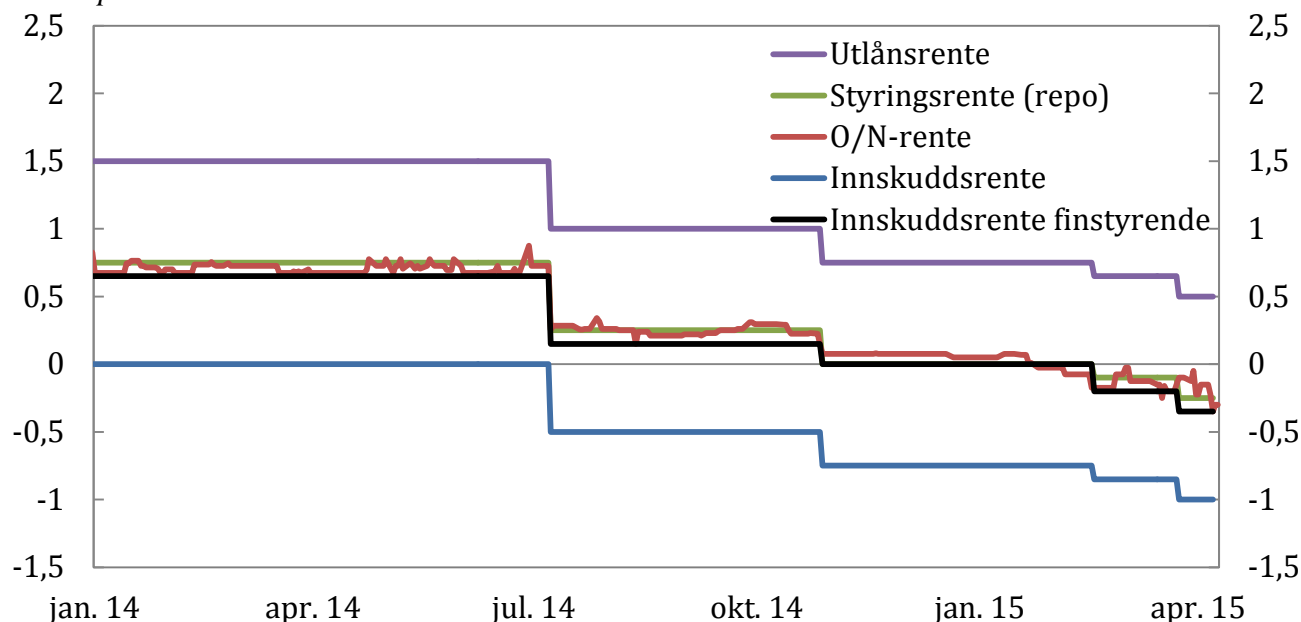
NORGES BANK

AKTUELL KOMMENTAR
NR 2 | 2015

NEGATIVE RENTER:
SENTRALBANKRESERVER
OG LIKVIDITETSSTYRING

12. februar 2015 reduserte Riksbanken reporenten til -0,10 prosent, og gjeninnførte samtidig korridoren på +/- 10 basispunkter for finstyrende operasjoner. 18. mars ble reporenten kuttet ytterligere til -0,25 prosent. Reservene i systemet trekkes nå inn dels i de ukentlige markedsoperasjonene til reporenten på -0,25 prosent og dels i de finstyrende operasjonene til -0,35 prosent. Beløpene som forrentes til innskuddsrenten på -1 prosent er helt marginale. Figur 9 viser utviklingen i Riksbankens renter pluss overnattenrenten i det usikrede interbankmarkedet. Fordi styringsrenten nå er negativ, er også overnattenrenten i markedet negativ.

Figur 9. Overnattenrenten i Sverige og Riksbankens renter. Prosent. Januar 2014-april 2015



Sverige er altså et eksempel på at sentralbanken holder normal likviditetsstyring uten overskuddsreserver, men setter styringsrenten negativt. Da blir også overnattenrenten negativ. Eksemplene fra euroområdet, Danmark og Sveits viser derimot tilfeller der styringsrentene er null eller positive, samtidig som sentralbankene sikter mot overskuddsreserver i banksystemet. Det har presset de korte pengemarkedsrentene ned mot de negative rentene på sentralbankenes innskuddsfasilitet.

Likviditetsstyringen i Norge

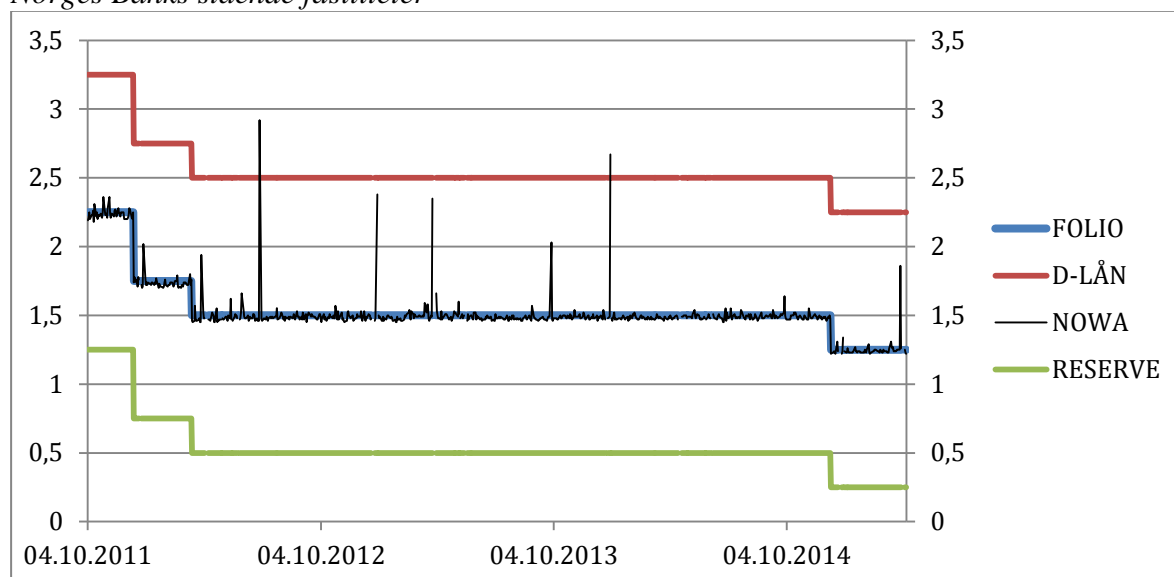
Norge har et «kvotesystem» for styring av reserver. Hver bank får tildelt en kvote for innskudd i Norges Bank. Innskudd innenfor kvoten forrentes til styringsrenten, mens innskudd utover kvoten forrentes til reserverenten som er renten på Norges Banks stående innskuddsfasilitet. Reserverenten i Norge har siden oppstarten av kvotesystemet i oktober 2011 vært ett prosentpoeng under foliorenten (styringsrenten), mens renten på Norges Banks stående

utlånsfasilitet, D-lånsrenten, har vært ett prosentpoeng over foliorenten. Summen av bankenes kvoter har vært 45 mrd. kroner (totalkvoten), mens Norges Bank har siktet mot å holde reservene i banksystemet på 35 mrd. kroner (med et intervall på pluss/minus 5 mrd. kroner). Så lenge reservene i banksystemet er under totalkvoten, trenger ingen banker å holde innskudd i Norges Bank som forrentes til reserverenten. Da vil overnattenrenten, NOWA, holde seg nær styringsrenten.¹⁹

Figur 10 viser overnattenrenten i Norge samt styringsrenten og Norges Banks D-låns- og reserverente siden innføringen av kvotesystemet i oktober 2011. I hele perioden har overnattenrenten holdt seg nær styringsrenten. Overnattenrenten vil ligge rundt nivået på styringsrenten så lenge Norges Bank holder total mengde reserver lavere enn totalkvoten.

En negativ reserverente i Norge innebærer derfor ikke en negativ overnattenrente så lenge styringsrenten er positiv og Norges Bank holder reservene i banksystemet på et nivå som er lavere enn totalkvoten. En negativ reserverente i en slik situasjon har ene og alene til hensikt å opprettholde sin funksjon som alternativ avkastning for banker som unnlater å tilby sine overskuddsreserver i markedet. Reserverenten og rentekorridoren har altså til hensikt å gi bankene et insentiv til å handle reserver med hverandre over natten og ikke bruke sentralbankens stående fasiliteter.

Figur 10. Overnattenrenten (NOWA), Styringsrenten i Norge og rentene på Norges Banks stående fasiliteter



¹⁹ Før oktober 2011 brukte Norges Bank et såkalt gulvsystem i likviditetsstyringen, se Bernhardsen og Kloster (2010) og Syrstad (2012) for detaljer. Mer informasjon om dette og dagens kvotesystem finnes på Norges Banks nettsider, se <http://www.norges-bank.no/Bank-og-marked/Likviditetsstyringssystemet/>

Referanser

Aamodt, E. og K. Tafjord (2013) «Strukturell likviditet», Staff-memo 2013/9 Norges Bank

Bernhardsen, T. og A. Kloster (2010) «Liquidity management system: Floor or corridor?», Staff-memo 2010/4 Norges Bank

ECB (2014) «Recent developments in excess liquidity and money market rates», Monthly Bulletin januar 2014

Jørgensen, A. og L. Risbjerg (2012) «Negative renter», Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2012, del 1, Nationalbanken i Danmark

Keister, T., A. Martin og J. McAndrews (2008) «Divorcing money from monetary policy», *FRBNY Economic Policy*, September 08, 41-55

Riksbanken (2014) «The Riksbank's operational framework for the implementation of monetary policy – a review», Riksbank Studies, March 2014.

Syrstad, O. (2011) «Systemer for likviditetsstyring: Oppbygging og egenskaper», Staff-memo 2011/5 Norges Bank

Whitesell, W. (2006) «Interest rate corridors and reserves», *Journal of Monetary Economics*, 53, 1177-1195

NORGES BANK

AKTUELL KOMMENTAR
NR 2 | 2015

NEGATIVE RENTER:
SENTRALBANKRESERVER
OG LIKVIDITETSSTYRING