

Aamodt, Ellen; Lerbak, Marie Norum

Research Report

Norges Banks balanse og resultat

Staff Memo, No. 9/2013

Provided in Cooperation with:

Norges Bank, Oslo

Suggested Citation: Aamodt, Ellen; Lerbak, Marie Norum (2013) : Norges Banks balanse og resultat, Staff Memo, No. 9/2013, ISBN 978-82-7553-742-1, Norges Bank, Oslo, <https://hdl.handle.net/11250/2506999>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/210280>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.no>

Nr. 9 | 2013

Staff Memo

Markeder og banktjenester

Norges Banks balanse og resultat

Ellen Aamodt og Marie Norum Lerbak

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.

© 2013 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.

© 2013 Norges Bank

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

ISSN 1504-2596 (online only)

ISBN 978-82-7553-742-1 (online only)

Norges Banks balanse og resultat

Av Ellen Aamodt og Marie Norum Lebak, Norges Bank Markeder og banktjenester¹

1 Innledning

Norges Bank er landets sentralbank. Det innebærer at Norges Bank har utøvende og rådgivende oppgaver i pengepolitikken og skal bidra til robuste og effektive betalingssystemer og finansmarkeder. I denne sammenheng er sentralbankens balanse og dens sammensetning sentral. Det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken, Norges Banks styringsrente, bestemmer renten bankene får på sine innskudd i sentralbanken. Tilførsel av likviditet til banksystemet, eller andre lån til banksystemet eller enkeltbanker, kommer til syne på Norges Banks balanse. Det gjør også sentralbankens transaksjoner i valutamarkedet.

Hva består Norges Banks balanse av? Hva bestemmer dynamikken mellom de ulike postene og hvilke utslag får det på balansen dersom det skjer pengepolitiske eller strukturelle endringer i forholdet mellom sentralbanken, staten og banksystemet? Hva er sentralbankens inntektskilder? Dette notatet diskuterer noen av disse spørsmålene.

2 De største postene på balansen

Norges Banks balanse kjennetegnes av et lite antall store poster. Den aller største er Statens pensjonsfond utland (SPU). Fordi Norges Bank forvalter SPU på vegne av staten, ligger denne på Norges Banks balanse i form av én kronekonto og én investeringsportefølje i valuta. Kroneinnskuddet til SPU er en gjeldspost for Norges Bank. Motverdien til kroneinnskuddet er en investeringsportefølje i valuta på eiendelssiden av balansen. Disse to er identiske i størrelse og har også identisk avkastning. Dermed har de ingen virkning på Norges Banks årsresultat. Siden forvaltningen av SPU er skilt ut fra den tradisjonelle sentralbankvirksomheten, utelates videre omtale av SPU i dette notatet.

Figur 1. Forenklet oppstilling av Norges Banks balanse

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

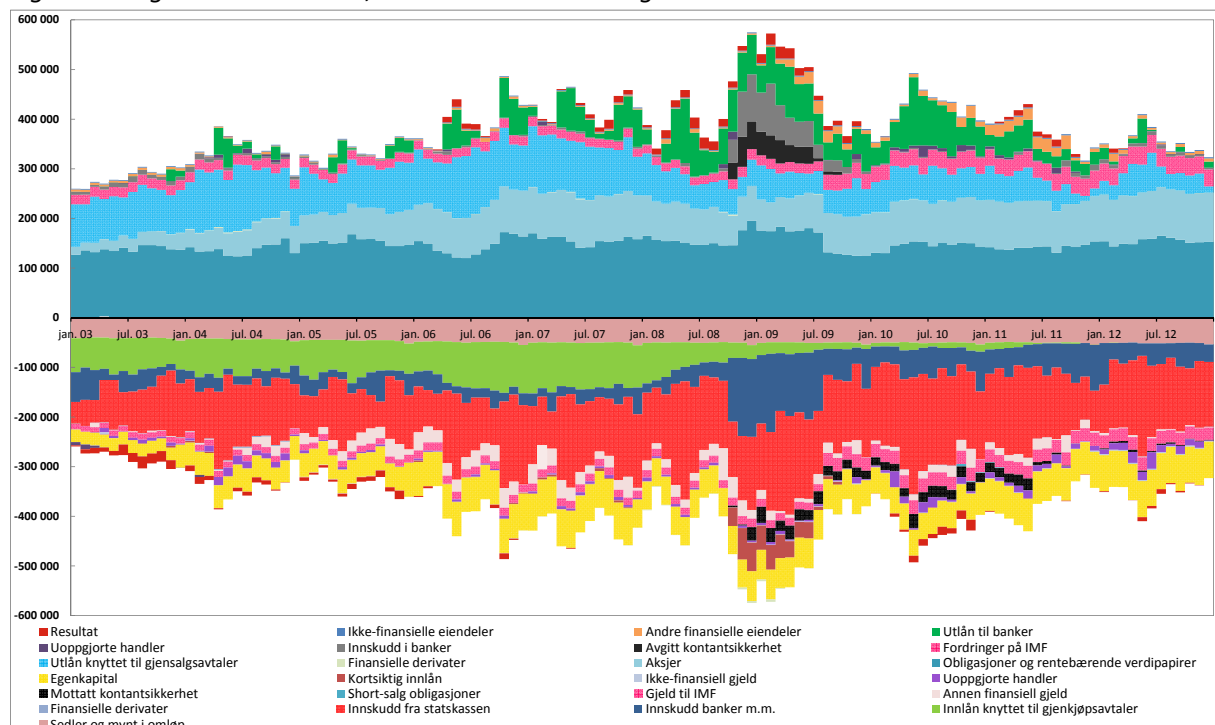
På den tradisjonelle sentralbankbalansen er det internasjonale reserver som er den største posten på eiendelssiden. Utlån til norske banker er periodevis også en relativt stor post. Utlån til norske banker bestemmes av behovet for å tilføre bankene sentralbankreserver som et ledd i Norges Banks likviditetsstyring eller som et ekstraordinært tiltak i situasjoner der banksystemet er utsatt for betydelig stress (som for eksempel under finanskrisen som startet høsten 2008). På gjeldssiden er posten for statens innskudd spesielt stor. Denne svinger mye, avhengig av inn- og utbetalinger på

¹ Dette notatet er blitt til med hjelp fra mange kunnskapsrike kollegaer i Norges Bank. Takk til alle som har bidratt.

statens konto. Videre er utestående sedler og mynt og bankenes innskudd store poster. Mengden utestående sedler og mynt er stabil og svinger lite. Bankenes innskudd vil i likhet med utlån til bankene bli påvirket av sentralbankens likviditetsstyring og tilførsel av reserver til banksystemet. Historisk har også poster knyttet til forvaltningen av valutareservene, for eksempel gjenkjøpsavtaler og utlån av verdipapirer, vært av betydning på balansen. Det samme gjelder egenkapitalen, som kan ses på som sentralbankens buffer mot negativt resultat. Figur 2 viser utviklingen i sammensetningen av Norges Banks balanse de siste ti årene. I det følgende drøftes disse postene nærmere.

Vi ser først på valutareservene og poster knyttet til forvaltningen av disse. Deretter tar vi for oss bankenes innskudd i Norges Bank, Norges Banks utlån til bankene og statens innskudd i Norges Bank. I denne sammenhengen gir vi også en kort beskrivelse av likviditetsstyringssystemet, da dette er av avgjørende betydning for bankenes innskudd i sentralbanken og sentralbankens utlån til bankene. Til slutt ser vi på sentralbankens egenkapital og posten for sedler og mynt.

Figur 2. Norges Banks balanse, 2003 – 2012. Månedlige data.



Kilde: Norges Bank

2.1 Valutareservene

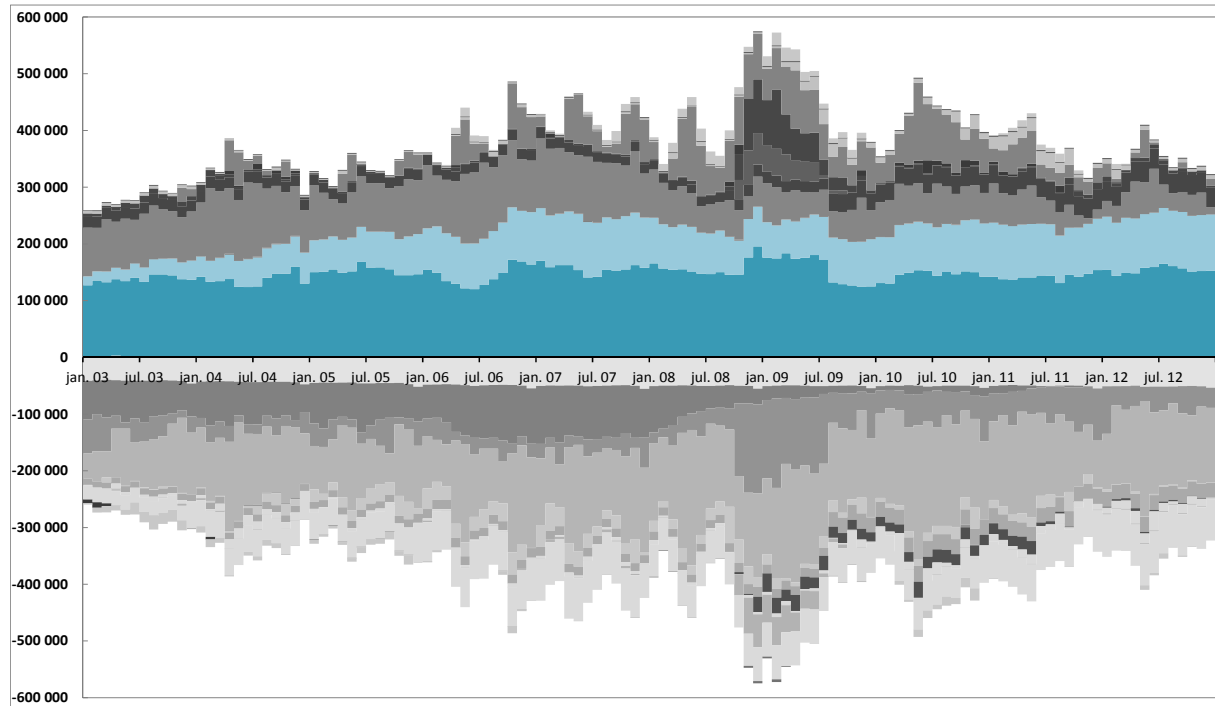
Internasjonale reserver er den langt største eiendelsposten på Norges Banks balanse.² Ved utgangen av 2012 utgjorde de internasjonale reservene 300 milliarder kroner, eller 93 prosent av de finansielle eiendelene på balansen. Valutareservene utgjorde i overkant av 90 prosent av de internasjonale reservene.³ Valutareservene er Norges Banks beholdning av finansielle aktiva i utenlandsk valuta som skal kunne brukes til transaksjoner i valutamarkedet i gjennomføringen av pengepolitikken eller ut

² Når en ser bort fra plasseringer for Statens pensjonsfond utland (SPU).

³ De resterende internasjonale reservere er krav på Det internasjonale valutafondet (IMF). Krav på IMF omfatter beholdningen av såkalte «special drawing rights» (SDR), IMF-kvoten og Norges bilaterale lån til IMF. Årsaken til at disse reservene ikke inngår i valutareserven, er at de ikke er umiddelbart tilgjengelig for bruk i gjennomføringen av pengepolitikken eller ut fra hensynet til finansiell stabilitet.

fra hensynet til finansiell stabilitet. Valutareservene skal også kunne brukes til å oppfylle internasjonale forpliktelser, i første rekke til IMF (Det internasjonale valutafondet).⁴ I figur 2a kommer valutareservene til syne i den mørkeblå posten for obligasjoner og den lyseblå posten for aksjer på eiendelssiden.

Figur 2a. Norges Banks balanse, 2003 – 2012. Månedlige data.



Valutareservene kan plasseres i kontantinskudd, pengemarkedsinstrumenter, obligasjoner, sertifikater og aksjer.⁵ Plasseringer i rentebærende instrumenter, som obligasjoner, skal være i dollar, pund, euro eller yen.

Valutareservene er delt inn i en pengemarkedsportefølje, en langsiktig portefølje⁶ og en petrobufferportefølje. *Petrobufferporteføljen* brukes til å samle opp kjøpene av valuta til Statens pensjonsfond utland.⁷ *Pengemarkedsporteføljen* har en størrelse på mellom 30 og 40 milliarder kroner og skal være plassert slik at den i løpet av én dag skal kunne benyttes til transaksjoner i valutamarkedet uten å måtte realisere tap av betydning. Dette medfører at den er investert i svært likvide instrumenter. Pengemarkedsporteføljen og petrobufferporteføljen forvaltes av Norges Bank Markeder og banktjenester.

⁴Norges Bank forvalter, i henhold til sentralbankloven § 25, Norges rettigheter og oppfyller de tilsvarende forpliktelser som følger av landets deltagelse i det internasjonale valutafondet. De samlede norske potensielle forpliktelsene overfor IMF er nå til sammen rundt 102 milliarder kroner, men IMF har så langt bare trukket på en mindre andel av disse lånene. Les mer om dette i *Årsmelding og rekneskap 2012* for Norges Bank, tilgjengelig her: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/beretning/>.

⁵Valutareservene kan også plasseres i finansielle derivater som henger naturlig sammen med instrumentene de kan plasseres i.

⁶Tidligere ble den langsiktige porteføljen omtalt som investeringsporteføljen.

⁷Petrobufferporteføljen bygges normalt opp gjennom måneden. Ved slutten av måneden bygges porteføljen ned ved at valutaen overføres til SPU. Les mer om Petrobufferporteføljen her: "Norges Banks kostnader ved kjøp av valuta til Statens pensjonsfond utland", *Staff Memo* 4/13, av Berg, Sigbjørn Atle. Tilgjengelig her: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/staff-memo/2013/4/>.

Den langsiktige porteføljen er den klart største av porteføljene.⁸ Den forvaltes av Norges Bank Investment Management (NBIM). I prinsippene for forvaltningen av valutareservene som er fastsatt av hovedstyret, er det bestemt at 30-50 prosent av den langsiktige porteføljen skal være investert i aksjer. De rentebærende instrumentene i porteføljen er investert i, skal i hovedsak være likvide papirer.⁹ Mer utfyllende retningslinjer for forvaltningen av valutareservene gis av sentralbanksjefen.

Verdien av valutareservene målt i norske kroner endrer seg av to årsaker, ved svingninger i de internasjonale aksje- eller obligasjonskursene og ved endringer i kronekursen. For eksempel: Ved utgangen av fjerde kvartal 2012 var verdien av den langsiktige porteføljen 185,4 milliarder kroner. Målt i internasjonal valuta økte verdien av porteføljen med 4,9 milliarder kroner i løpet av kvartalet, mens en sterkere kronekurs reduserte den med 2,5 milliarder kroner. Samlet sett økte derfor verdien av den langsiktige porteføljen med 2,4 milliarder kroner i løpet av kvartalet. Endringer i verdien av valutareservene har sin motpost i endringer i Norges Banks resultat og egenkapital. Vi kommer tilbake til hvordan endringer i valutareservene påvirker Norges Banks resultat.

Størrelsen på valutareservene vil også påvirkes av Norges Banks valutatransaksjoner med banksystemet. De vil øke dersom Norges Bank intervensjoner og kjøper utenlandsk valuta i markedet og betaler med norske kroner.¹⁰ Norges Bank kjøper også valuta som skal dekke de årlige overføringene av oljeinntekter fra staten til SPU. Størrelsen på valutareservene påvirkes av disse kjøpene, blant annet fordi kjøpene i perioder kan overstige de faktiske overføringene, og motsatt. Dette vil medføre at petrobufferporteføljen vil variere i størrelse gjennom året. Beregningen av hvor mye valuta Norges Bank skal kjøpe til SPU bygger på bestemte forutsetninger.¹¹ På grunn av avvik fra disse forutsetningene har Norges Bank i enkelte år kjøpt mer valuta året sett under ett enn det overføringene til SPU skulle tilsi.¹² Vanligvis brukes denne valutaen til å dekke inn neste års overføringer til SPU. Men for eksempel i 2002, ble kjøp utover det som var nødvendig for å bygge opp SPU permanent overført fra petrobufferporteføljen til den langsiktige porteføljen.

2.2 Poster knyttet til forvaltningen av valutareservene

I forvaltningen av valutareservene har det blitt brukt gjenkjøpsavtaler og gjensalgavtaler i verdipapirer, samt utlån av verdipapirer, se fargede felt i figur 2b under.

En *gjenkjøpsavtale* er et salg av et verdipapir med avtale om senere gjenkjøp på et fastsatt tidspunkt til en fastsatt pris. Gjennom slike avtaler har Norges Bank lånt ut verdipapirer fra valutareservene mot å motta sikkerhet i form av kontanter.¹³ Formålet er for eksempel å reinvestere de mottatte kontantene til en høyere rente og dermed skape merinntekter for banken. Norges Bank har også vært part i *gjensalgavtaler*. I slike avtaler er det motparten som låner verdipapirene til Norges Bank,

⁸Ved utgangen av 2012 utgjorde de samlede valutareservene ca. 268 milliarder kroner, fordelt på den langsiktige porteføljen (227 milliarder kroner), pengemarkedsporteføljen (34 milliarder kroner) og petrobufferporteføljen (7 milliarder kroner).

⁹Retningslinjer for plassering av valutareservene finnes på Norges banks nettsider, www.norges-bank.no

¹⁰ Norges Bank har ikke intervensert i valutamarkedet med sikte på å påvirke kronekursen siden 1999.

¹¹ Les mer her: "Petroleumsfondsmekanismen og Norges Banks valutakjøp til SPU", *Aktuell kommentar* 14/12, av Aamodt, Ellen. Tilgjengelig her: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/aktuell-kommentar/2012/14/>

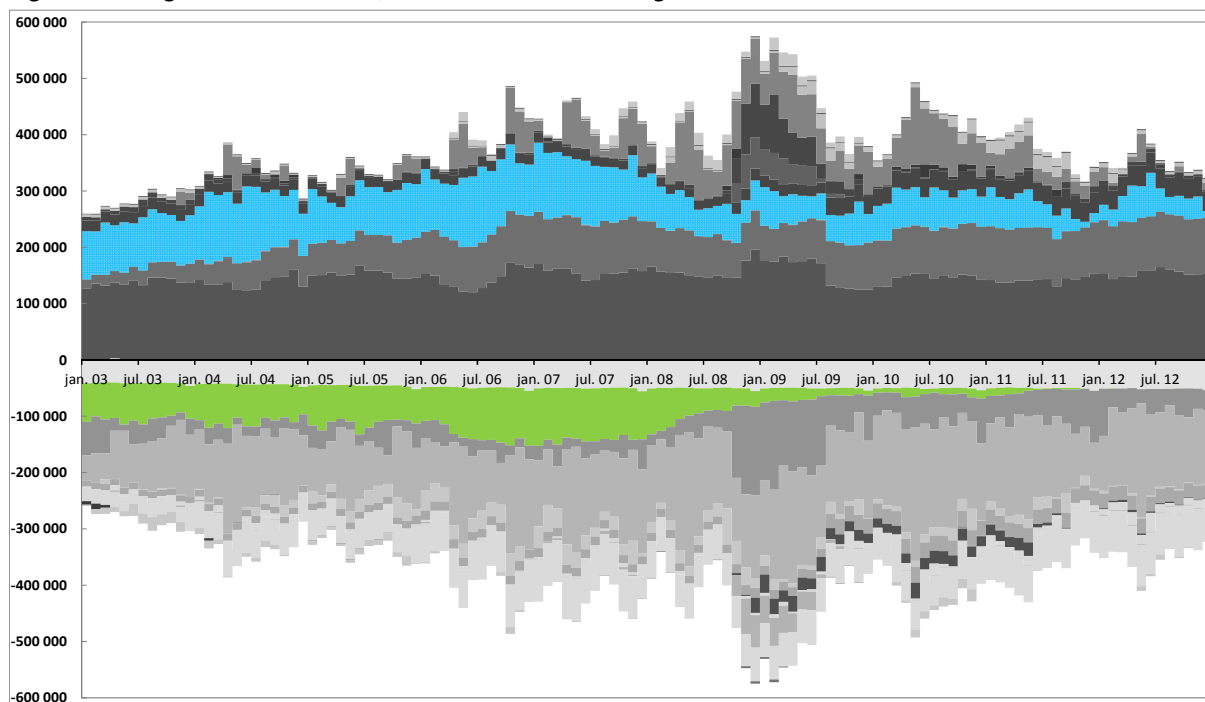
¹² Les mer her: "Likviditetsstyringen i Norge og utviklingen i bankenes likviditet", *Staff memo* 10/2010, av Hoff, Erna.

Tilgjengelig her: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/staff-memo/2010/staff-memo-102010/>

¹³ Dette uttrykket dekker instrumenter som er omtalt som repos og sell buy backs. Det er juridiske forskjeller på disse instrumentene.

mot at Norges Bank stiller kontantsikkerhet tilbake.^{14,15} Formålet med slike avtaler er blant annet å få en bedre avkastning på den andelen av valutareserven som holdes i kontanter.

Figur 2b. Norges Banks balanse, 2003 – 2012. Månedlige data.



Bruken av disse instrumentene kommer til syne i flere poster på Norges Banks balanse. Når et verdipapir lånes ut gjennom en *gjenkjøpsavtale*, fraregnes det ikke fra eiendelssiden av balansen. De mottatte kontantene innregnes som en eiendel i posten "Innskudd i banker", mens forpliktelsen til å betale tilbake kontantene ligger i posten "Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler" (grønt felt på gjeldssiden i figur 2b). Verdipapiret banken mottar som sikkerhet i *gjensalgsavtaler*, er ikke regnet som en eiendel, men kontantene som brukes som sikkerhet, er fraregnet fra eiendelsposten "Innskudd i banker". Fordringen på å få tilbake kontantene regnes som en eiendel på linjen "Utlån knyttet til gjensalgsavtaler" (lyseblått felt på eiendelssiden i figur 2b). Dette innebærer at gjenkjøpsavtaler vil øke størrelsen på Norges Banks balanse, mens gjensalgsavtaler ikke vil påvirke størrelsen på den.

Det er både kreditt- og markedsrisiko knyttet til bruken av gjenkjøps- og gjensalgsavtaler, selv om dette i utgangspunktet er sikrede inn- og utlån. I gjenkjøpsavtaler er det risiko for at Norges Bank, dersom motparten ikke oppfyller sine forpliktelser, ikke vil få tilbake det utlånte verdipapiret. Da sitter banken igjen med kontantsikkerheten. Et av formålene med gjenkjøpsavtaler kan være å bruke kontantene man mottar som sikkerhet til å kjøpe nye papirer, eller til å kjøpe mer av de samme papirene man har lånt ut. På denne måten øker man eksponeringen mot utvalgte markeder, og vil tjene mer på en prisoppgang. Men faller prisene, er man også mer eksponert for tap på porteføljen.

¹⁴ Dette uttrykket dekker instrumenter som reverse repo, buy sell backs og triparties. Også her er det juridiske forskjeller på instrumentene.

¹⁵ Det er nedfelt regler om hvilke typer verdipapirer som kan mottas som sikkerhet.

I gjensalgsavtaler er det risiko for at banken, dersom motparten ikke oppfyller sine forpliktelser, vil sitte igjen med verdipapirene som er gitt som sikkerhet. Verdien av disse verdipapirene kan ha falt som følge av markedsbevegelser i løpet av den tiden som er gått. Det tas hensyn til denne risikoen ved å bruke avkortning på verdien av den stille sikkerheten.

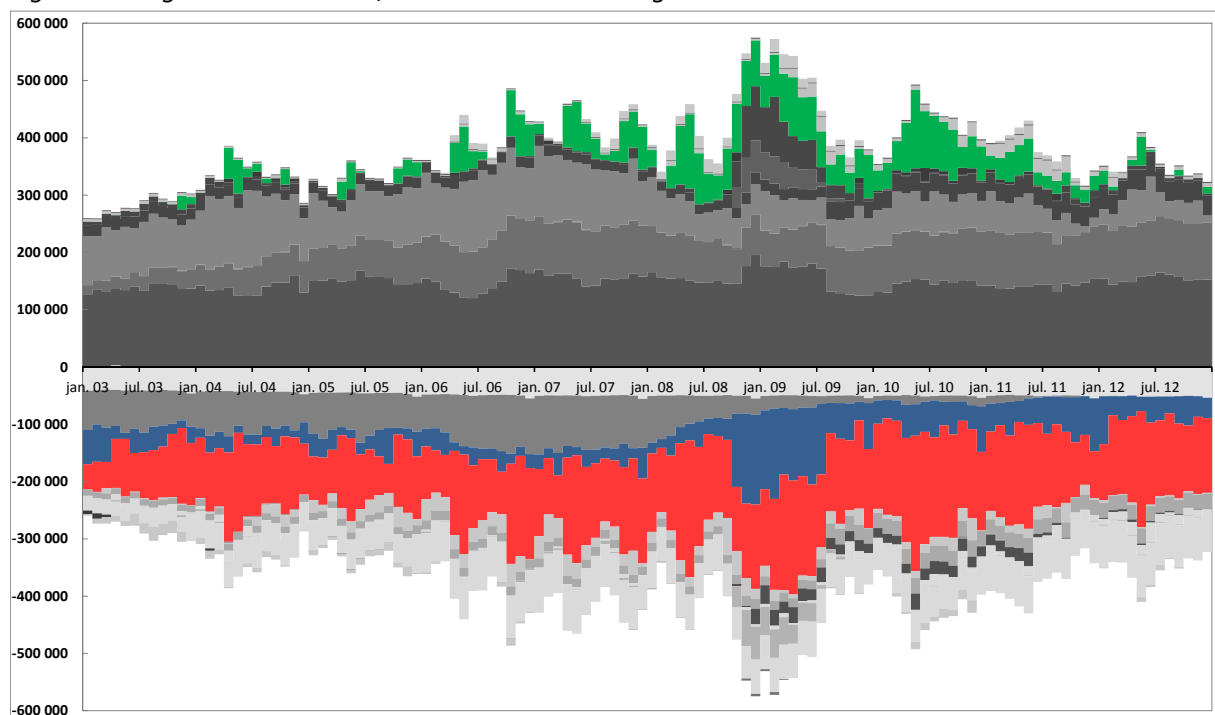
I figur 2b kommer det klart frem at volumet av utestående gjenkjøps- og gjensalgsavtaler ble redusert betydelig fra andre halvår 2011. Reduksjonen var spesielt stor i verdipapirer i euro. Årsaken til dette var høy risiko i finansmarkedene og et ønske om å redusere eksponeringen. Gjenkjøpsavtaler forsvant helt fra balansen i 2012, mens gjensalgsavtaler fortsatt benyttes for plassering av kontanter.

Norges Bank har også inngått avtaler med eksterne agenter som gir dem rett til å låne ut aksjene og obligasjonene Norges Bank eier til andre markedsaktører. Formålet med utlånene er å skape inntekter for Norges Bank.¹⁶ Som følge av økning i risiko i finansmarkedene i andre halvår 2011, har Norges Bank redusert dette utlånsprogrammet.

2.3 Statens innskudd, bankenes innskudd og lån i Norges Bank og systemet for styring av bankenes reserver

Den norske stat har konto i Norges Bank. All betalingsformidling for staten skjer i de private bankene, men hver dag ved banksystemets stengetid nettes alle betalinger, og statens midler føres tilbake til hovedkontoen i Norges Bank. Det er vanlig at myndigheter har konto i den nasjonale sentralbanken, men det er også noen stater som har sine konti i det private banksystemet. Den svenske staten for eksempel, har alle sine innskudd i kommersielle banker, mens den føderale amerikanske staten har deler av sitt kontohold i de private bankene, og noe i den amerikanske sentralbanken.

Figur 2c. Norges Banks balanse, 2003 – 2012. Månedlige data.



¹⁶ Når et verdipapir lånes ut, overfører låntager sikkerhet i form av kontanter eller verdipapirer til agenten, som holder sikkerheten på vegne av Norges Bank. De utlånte verdipapirene inngår i postene for aksjer og obligasjoner på eiendelssiden i figur 2. Mottatt kontantsikkerhet er innregnet i «Innskudd i banker» med en tilhørende forpliktelse «Mottatt kontantsikkerhet» (svart felt på gjeldssiden av balansen).

Innestående på statens konto i Norges Bank kalles gjerne "statens kontantbeholdning", eller bare "kontantbeholdningen". Den kommer til syne på gjeldssiden på Norges Banks balanse, vist ved det røde feltet på gjeldssiden i figur 2c. Den utgjør en betydelig andel av Norges Banks balanse. Gjennomsnittlig kontantbeholdning var 153 milliarder kroner i 2012. Ved utgangen av 2012 var innestående på statens konto 131 milliarder kroner, eller 40 prosent av hele gjeldssiden på balansen (uten SPU). Saldoen på statens konto svinger mye gjennom året, mellom 57 og 250 milliarder kroner i 2012.

For å ha en stor nok buffer til å dekke løpende og uforutsette betalingsforpliktelse, ønsker staten at kontantbeholdningen normalt ikke skal være under 50 milliarder kroner. Staten kan øke kontantbeholdningen ved å ta opp lån i sertifikat- og obligasjonsmarkedet. De siste årene har statens utlån til statsbankene og statlige finansieringsordninger økt betydelig. De store utbetalingene knyttet til dette har ført til en nedgang i kontantbeholdningen og økt behov for statlig opplåning. Økt opplåning medfører en netto rentekostnad for staten. Som vi kommer tilbake til under, bestemmes renten på statens konto i Norges Bank av rentenivået internasjonalt. Så lenge rentenivået i Norge ligger over rentenivået ute, overstiger rentekostnaden for opplåningen den inntekten staten får ved å holde innskuddene i Norges Bank.

Også bankene har konto i Norges Bank. Dette er en såkalt foliokonto, hvor bankene hver dag plasserer sine overskudd av sentralbankreserver¹⁷ og holder dem i sentralbanken over natten, kalt bankenes innskudd. Disse innskuddene forrentes, opp til en gitt kvote, til Norges Banks styringsrente. Bankenes samlede innskudd på foliokonto i Norges Bank omtales også som bankenes likviditet. Disse overskuddsreservene er det eneste godkjente betalingsmидdelet mellom banker, og det er bare sentralbanken som kan skape dem. Bankene må ha reserver for å gjøre opp betalinger seg imellom. Reservene blir flyttet rundt mellom bankenes konti i sentralbanken i et lukket system.¹⁸ Når en bank overfører penger til en annen bank, foregår oppgjøret ved å justere de to bankenes innskudd i Norges Bank.¹⁹ Overføringer mellom bankene påvirker ikke den totale mengden reserver i banksystemet, kun hvordan reservene er fordelt mellom bankene.^{20,21}

Alle innbetalinger til og utbetalinger fra staten endrer den totale mengden reserver i banksystemet. Innbetalinger til staten reduserer bankenes reserver fordi penger overføres fra bankenes konti i Norges Bank til statens konto i Norges Bank. Utbetalinger fra staten øker bankenes reserver fordi penger overføres fra statens konto i Norges Bank til bankenes konti i Norges Bank. Slike transaksjoner mellom staten og banksystemet er kun en rebalansering av de to postene "bankenes innskudd" og "statens innskudd" på gjeldssiden på Norges Banks balanse og påvirker ikke størrelsen på balansen.

¹⁷ Sentralbankreserver, eller bare reserver, er norske kroner som bankene plasserer i sentralbanken og må ikke forveksles med valutarreserver.

¹⁸ Betalingene mellom bankene gjøres opp i Norges Banks oppgjørssystem (NBO). Se Norges Banks internettside: www.norges-bank.no, under fanen Finansiell stabilitet/Norges Banks oppgjørssystem (NBO).

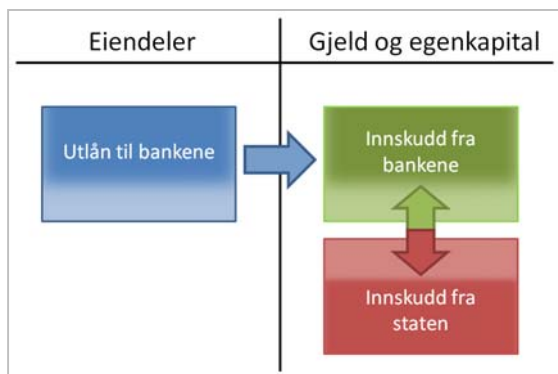
¹⁹ For eksempel, dersom bank A overfører 1 million kroner til bank B, skjer det ved at bank As innskudd i Norges Bank reduseres med 1 million kroner samtidig som bank Bs innskudd i Norges Bank øker med det samme beløpet.

²⁰ Se Aktuell Kommentar 1/2012 fra Norges Bank av Tom Bernhardsen og Arne Kloster for en utdyping av dette.

²¹ Norges Bank styrer bankenes reserver med sikte på å holde de helt kortsiktige pengemarkedsrentene nær styringsrenten. Det gjøres ved ulike former for markedsoperasjoner, som innebærer at sentralbanken enten tilfører bankene reserver eller trekker reserver ut av banksystemet. Systemet for styring av bankenes reserver beskrives nærmere på bankens nettsider (www.norges-bank.no, under fanen Prisstabilitet/Likviditetsstyring) og i "Systemer for likviditetsstyring: Oppbygging og egenskaper", Norges Bank Staff Memo 05/2011 av Olav Syrstad.

Ut fra et mål om å holde de helt kortsiktige pengemarkedsrentene nær styringsrenten skal Norges Banks likviditetsstyring sørge for at det til enhver tid er overskuddsreserver i banksystemet. Dette gjøres ved ulike former for markedsoperasjoner. Dersom overskuddet av reserver faller under et visst nivå, for eksempel ved en skatteinnbetaling til staten, må bortfallet erstattes ved at Norges Bank låner reserver til bankene. Skatteinnbetalingen øker først statens innskudd, og bankenes innskudd reduseres tilsvarende. Når bankenes innskudd reduseres, gir Norges Bank lån til bankene samme dag, som de igjen må plassere som innskudd i Norges Bank ved markedets stengetid. Postene bankenes innskudd (gjeldssiden) og utlån til bankene (eiendelssiden) øker like mye. I sum er bankenes innskudd uforandret, mens statens innskudd har økt. Norges Banks balanse har økt tilsvarende størrelsen på lånet til bankene. Motsatt, ved en utbetaling fra staten til banksystemet, for eksempel ved utbetaling av pensjoner, reduseres statens innskudd og bankenes innskudd øker tilsvarende. Fordi løpetiden på alle markedsoperasjoner tilpasses mønsteret for inn- og utbetalinger på statens konto, vil Norges Banks utlån til bankene dermed reduseres eller falle helt bort, og størrelsen på Norges Banks balanse vil avta tilsvarende. Sammenhengen mellom innskudd fra bankene, innskudd fra staten og Norges Banks utlån til bankene er nærmere illustrert i figur 3.

Figur 3. Sammenhengen mellom Norges Banks utlån til bankene, bankenes innskudd i Norges Bank og statens innskudd.



Siden 2011 har Norges Bank styrt mot å holde nivået på overskuddsreservene rundt 35 milliarder kroner (per april 2013), med et styringsintervall på mellom 30 og 40 milliarder. Det innebærer at når bankenes reserver er nær eller over 40 milliarder kroner, vil Norges Bank tilby bankene å plassere det overskytende i et fastrenteinnskudd med fast løpetid (F-innskudd). Da vil posten bankenes innskudd på Norges Banks balanse bestå av både folioinnskudd og F-innskudd. Når bankenes folioinnskudd faller ned mot eller under 30 milliarder vil Norges Bank tilby bankene å låne reserver, og dermed øker posten utlån til bankene, samt størrelsen på balansen. I figur 2c er bankenes samlede innskudd (folioinnskudd over natten og tidsinnskudd via F-innskudd) vist ved det blå feltet. Norges Banks utlån til bankene via F-lån er vist ved det grønne feltet.²²

Dersom staten hadde sin kontantbeholdning i banksystemet i stedet for i Norges Bank, ville det fjerne omtrent all variasjon i bankenes samlede reserver.²³ Innbetalinger til og utbetalinger fra staten

²² På innskuddssiden inngår også såkalte innskudd til reserverenten, innskudd som en bank har utover den kvoten som i det nåværende systemet forrentes til foliorenten. På utlånssiden inngår også såkalte D-lån, det vil si lån som bankene må trekke (mot sikkerhet) i Norges Bank over natten hvis de ved dagens slutt har en negativ saldo i Norges Bank.

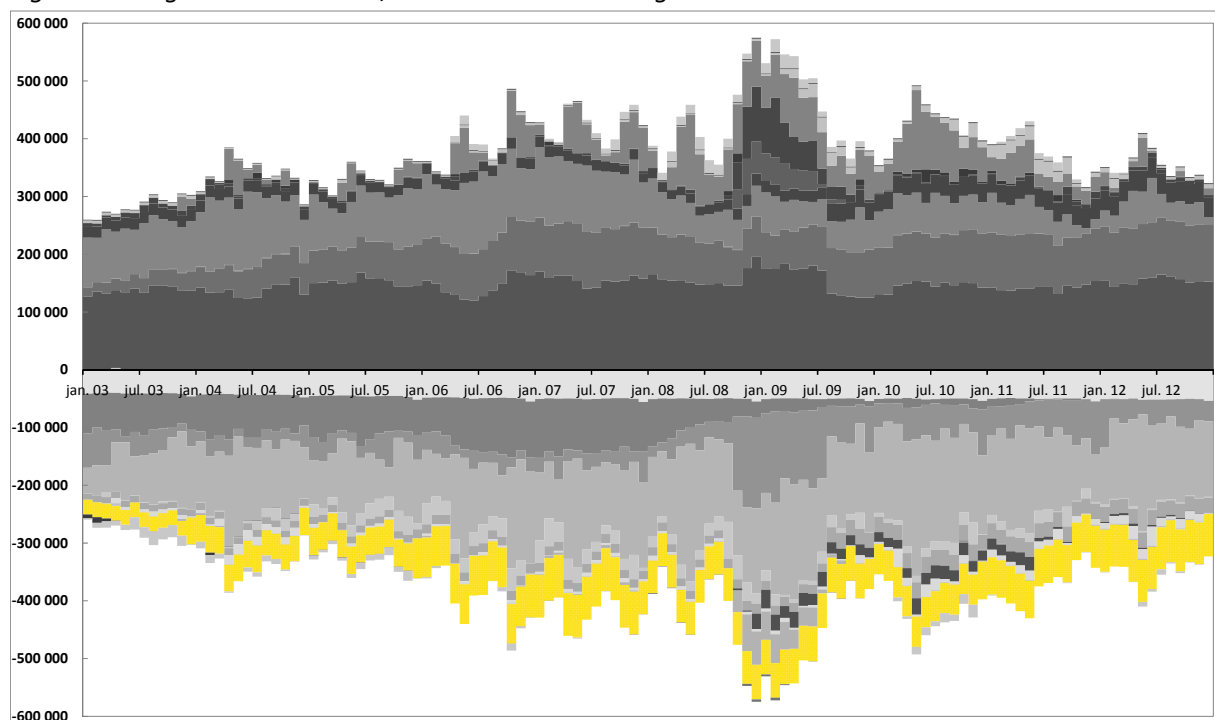
²³ Norges Banks transaksjoner med banksystemet vil fortsatt påvirke strukturell likviditet. Det betyr at det kan bli endringer i nivået på likviditeten dersom Norges Bank kjøper valuta til SPU.

ville da kun blitt en overføring av reserver mellom bankenes foliokonti. Dette ville redusert behovet for likviditetstilførende- og inndragende markedsoperasjoner fra Norges Bank betydelig.

2.4 Norges Banks egenkapital

Norges Banks egenkapital, det gule feltet i figur 2d, består av et kursreguleringsfond, et overføringsfond og annen egenkapital. Eventuelle overskudd på Norges Banks resultat skal hvert år avsettes til kursreguleringsfondet inntil dette utgjør 40 prosent av markedsverdien av valutareservene og 5 prosent av bankens beholdning av innenlandske verdipapirer. Norges Bank har per i dag ingen innenlandske verdipapirer balansen.²⁴ I praksis skal derfor kursreguleringsfondet bygges opp til det utgjør 40 prosent av markedsverdien av valutareservene.²⁵ Formålet med kursreguleringsfondet er å ha en buffer mot svingninger i Norges Banks resultat. Ved utgangen av 2012 utgjorde det omtrent 27 prosent av valutareservene.

Figur 2d. Norges Banks balanse, 2003 – 2012. Månedlige data.



Dersom kursreguleringsfondet når taket på 40 prosent av verdien av valutareservene, skal eventuelle overskudd på resultatet avsettes til overføringsfondet. Derfra skal det overføres et beløp til statskassen som tilsvarer en tredjedel av innestående i dette fondet. Per utgangen av 2012 var det ikke midler i overføringsfondet. Figur 4 illustrerer sammenhengen mellom kursreguleringsfondet og overføringsfondet. Annen egenkapital omtales som "resultat". Dette er bankens overskudd siste år. Tidligere års overskudd er overført til de to andre fondene, eventuelt til statskassen.

I 2001 ble det overført 8,9 milliarder kroner fra overføringsfondet til staten. Det var sist gang det ble overført overskudd til statskassen. Året etter hadde Norges Bank 24,1 milliarder kroner i underskudd, og overføringen fra 2001 ble tilbakeført fra staten med den hensikt å styrke kursreguleringsfondet.

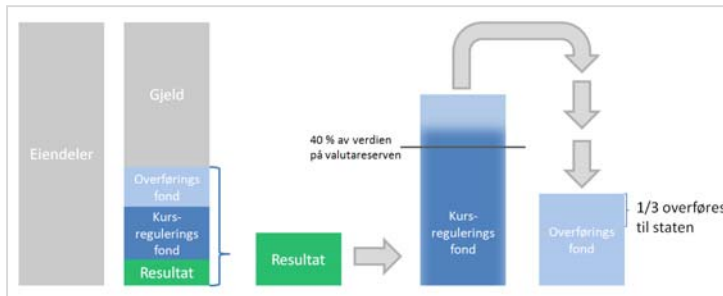
²⁴ Unntaket er når Norges Bank gjør omvendte gjenkjøpsavtaler med primærhandlerne i norske statspapirer. Da tas statspapirene inn på Norges Banks balanse så lenge avtalen løper.

²⁵ Jf. retningslinjer for avsetning og disponering av Norges Banks resultat opprinnelig vedtatt i statsråd 7. februar 1986 (og senere endret flere ganger) og som omtalt i Norges Banks årsmelding og regnskap.

For å kunne bygge opp en større buffer i kursreguleringsfondet, ble også retningslinjene for disponeringen av Norges Banks resultat endret med virkning fra samme år.

Norges Banks egenkapital kan styrkes ved en direkte kapitaltilførsel fra staten til Norges Bank. Det kan også tilbakeføres midler fra overføringsfondet til kursreguleringsfondet dersom kursreguleringsfondet faller til under 25 prosent av bankens netto valutareserver. Slike overføringer vil skje inntil kursreguleringsfondet når full størrelse, som beskrevet over.

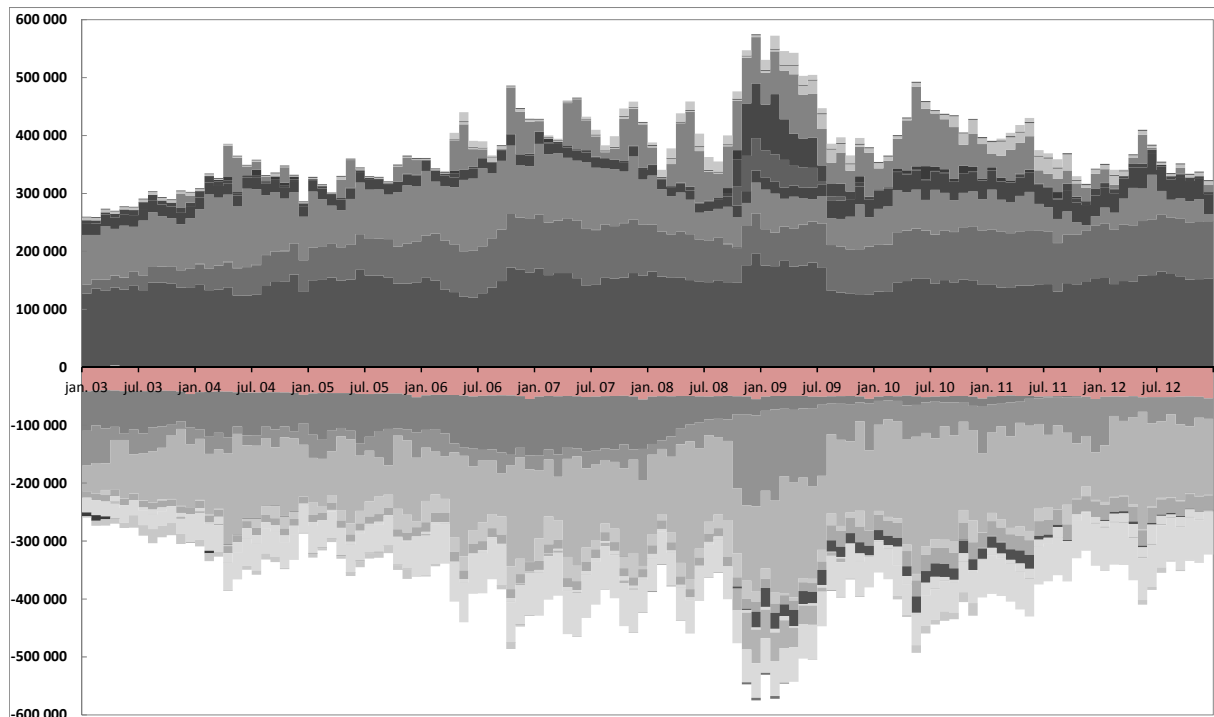
Figur 4. Illustrasjon av oppbyggingen av Norges Banks egenkapital og overføringen av resultatet til staten



2.5 Sedler og mynt

Norges Bank har enerett til å utstede sedler og mynt i Norge. Sedler og mynt inngår på bankens gjeldsside fordi det er publikums fordringer på Norges Bank. Utestående sedler og mynt har de siste årene ligget rundt 50 milliarder kroner. Posten er med det en av de største på gjeldssiden av balansen, se figur 2e (rosa felt). Det er liten variasjon i utestående sedler og mynt, bortsett fra faste sesongsvingninger rundt jul, påske og sommerferie, da publikum ønsker å holde mer kontanter enn ellers i året.

Figur 2e. Norges Banks balanse, 2003 – 2012. Månedlige data.



Mengden sedler og mynt i omløp bestemmes av publikums etterspørsel etter kontanter. Når etterspørselen etter sedler og mynt fra publikum øker, kjøper bankene kontanter fra sentralbanken ved å trekke på sine konti i Norges Bank, og selger det videre til publikum. En økning i utestående sedler og mynt vil fremkomme som en overføring mellom to poster på gjeldssiden på Norges Banks balanse, fra bankenes innskudd til sedler og mynt. En økning i sedler og mynt gir behov for å tilføre reserver til bankene for å erstatte reduksjonen i deres innskudd i Norges Bank, men siden endringen i etterspørselen etter sedler og mynt normalt er liten, vil beløpene ikke være så store.

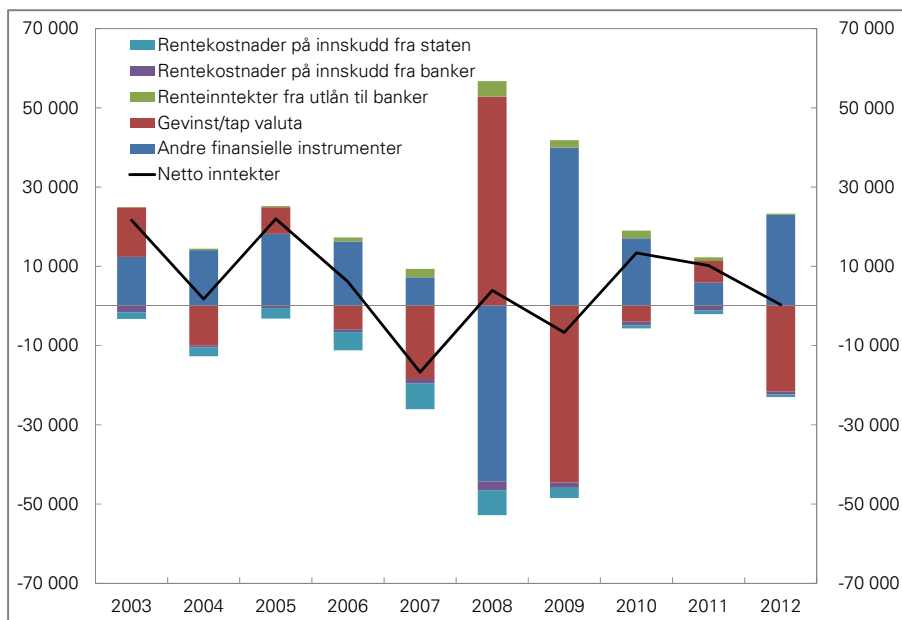
3 Hvordan påvirker endringer i balansen Norges Banks resultat?

3.1 Norges Banks inntekter og utgifter

Figur 5 viser utviklingen i Norges Banks inntekter og utgifter knyttet til finansiell virksomhet.²⁶ Norges Banks inntekter består i hovedsak av renter og utbytte og netto kursgevinster på valutareservene. Dette følger av at valutareservene er den største eiendelen på balansen. Renteinntekter på utlån til bankene er også til tider en stor inntektspost. Norges Banks utgifter er i første rekke renteutgifter på innskudd fra staten og bankene.²⁷ Siden 2003 har netto inntekter fra den finansielle virksomheten i snitt vært 5,5 milliarder kroner per år.

Spesielt for en sentralbank er at den har enerett til å utstede penger; både sedler og mynt og bankenes elektroniske innskudd i sentralbanken (reserver). Sedler og mynt, som er en gjeldspost på balansen, medfører ikke renteutgifter. Videre utbetales heller ikke utbytte på egenkapital slik det normalt gjøres i andre virksomheter. At sedler og mynt og egenkapital ikke forrentes, betyr at inntektsgrunnlaget i balansen er større enn utgiftsgrunnlaget.

Figur 5. Norges Banks inntekter og utgifter fra finansiell virksomhet. 2003 – 2012. Millioner kroner



Kilde: Norges Bank

²⁶ Netto driftsinntekter er utelatt.

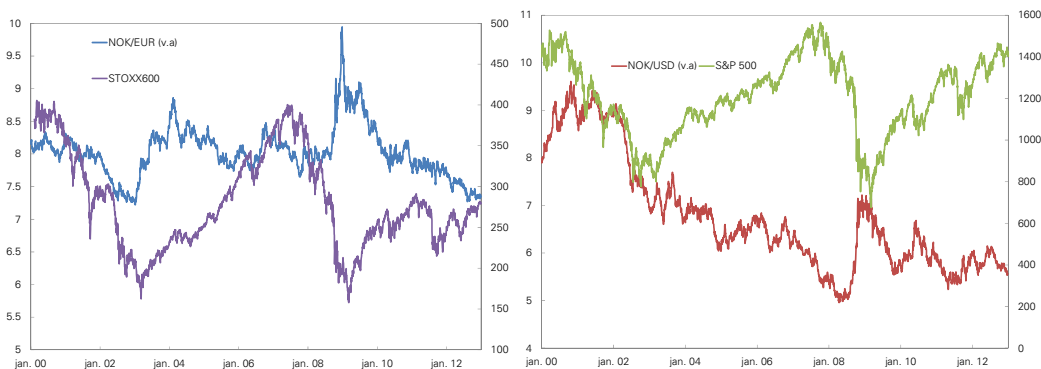
²⁷ Personal- og andre driftsutgifter utgjorde til sammen ca. 3 milliarder kroner i 2012.

3.2 Valutareservene

En stor andel av Norges Banks eiendeler er plassert i utenlandsk valuta, mens gjelden i hovedsak er i norske kroner. Utviklingen i kronkursen har derfor stor betydning for Norges Banks resultat målt i kroner. En styrking av kronen reduserer kroneverdien av valutareservene,²⁸ mens en svekkelse av kronen øker kroneverdien av valutareservene. Som vi ser av figur 5, kan tapet på valutareservene målt i kroner på grunn av sterkere krone være betydelig, som det var i 2009. Andre år vil en svakere krone bidra til å trekke resultatet opp, slik det gjorde under finanskrisen i 2008. Norges Banks resultat avhenger også av kursutviklingen på verdipapirene valutareservene er investert i. Dermed bærer balansen også en betydelig kursrisiko som krever at Norges Bank har tilstrekkelig egenkapital.

Figur 5 viser at de siste ti årene har gevinst og tap knyttet til valutakursendringer og gevinst og tap knyttet til endringer i kursene på aksjene og obligasjonene i porteføljen (jf. «Andre finansielle instrumenter» i figur 5), stort sett virket mot hverandre, særlig i år hvor bevegelsene har vært store. Dette kan forklares med at norske kroner de siste ti årene har styrket seg i perioder med oppgang i internasjonale markeder, og svekket seg i nedgangsperioder. Dette kommer også frem av figur 6, som viser sammenhengen mellom utviklingen i kronkursen mot dollar og euro, de to største valutaene i valutareservene, og utviklingen i det amerikanske og europeiske aksjemarkedet.

Figur 6. Utviklingen i valutakurser og aksjeindekser. Januar 2000- desember 2012



Kilde: Reuters Ecwin og Bloomberg

Den største risikoen for Norges Banks resultat, og dermed for egenkapitalen, synes dermed å være en kronestyrking som kommer samtidig med fallende obligasjons- og aksjekurser. Slike scenarier kan tenkes å inntreffe i en situasjon med svake utsikter ute og fall i internasjonale aksje- og obligasjonskurser, samtidig som den norske kronen oppfattes som en trygg havn. Hvis kronen i 2008 hadde styrket seg med like mye som den faktisk svekket seg, ser vi av figur 5 at Norges Banks resultat ville blitt -100 milliarder kroner. Dette ville ført til at Norges Banks egenkapital hadde forsvunnet.

3.3 Statens innskudd i Norges Bank og likviditetsstyringen

Både staten og bankene har innskudd i Norges Bank. Mens bankene får forrentet sine folioinnskudd til styringsrenten, får staten forrentet sitt innskudd til en annen rente. Rente på statens innskudd er knyttet til Norges Banks renteavkastning på eiendelssiden, i første rekke valutareservene.²⁹ På denne

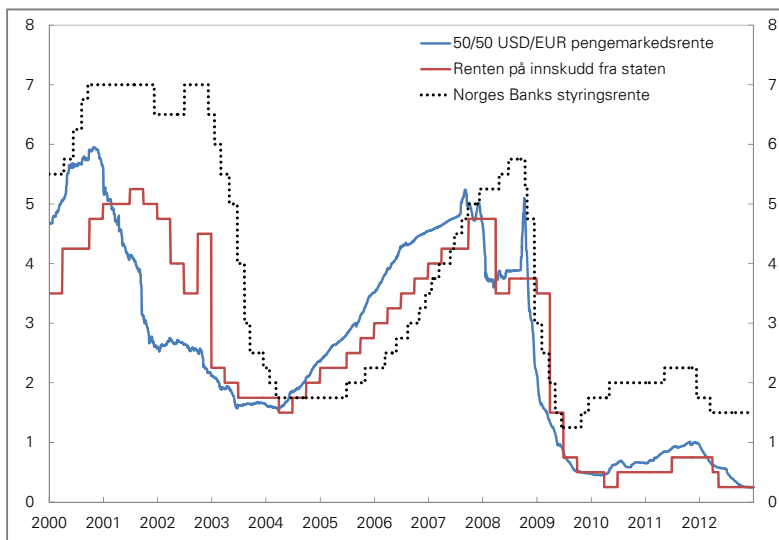
²⁸ Selv om den internasjonale kjøpekraften til valutareserven kan forbli uendret

²⁹ Rente på statens konto (vektet etter den relative andelen av eiendelssiden på Norges Banks balanse og justert for en differanse mellom innlåns- og utlånsrenter på 22 basispunkter) = (3 mnd. NIBOR*andel NOK) + (3 mnd. LIBOR USD*andel USD) + (3 mnd. LIBOR GBP*andel GBP) + (3 mnd. EURIBOR*andel EUR) + (3 mnd. TIBOR*andel JPY) - 0,22

måten oppnår banken en bedre sammenheng mellom renteinntektene på eiendelssiden og renteutgiftene på gjeldssiden. Hensikten er å redusere risikoen knyttet til Norges Banks resultat.

Sammensetningen av aktivasiden på Norges Banks balanse innebærer at renten på statens innskudd i praksis ligger nær et gjennomsnitt av tremåneders pengemarkedsrente i EUR og USD. Figur 7 viser renten staten får på sitt innskudd og gjennomsnittet av tremåneders pengemarkedsrente for EUR og USD. I perioder kan det være avvik. Det skyldes i første rekke at renten på statens konto beregnes med et tidsetterslep.³⁰ Når rentene faller internasjonalt, blir renten på valutareservene en periode liggende under renten på statens innskudd. Motsatt, i perioder med oppgang i internasjonale renter vil renten på valutareservene en periode bli liggende over renten på statens innskudd. Dersom renten på statens innskudd til enhver tid hadde vært eksakt lik renten på valutareservene, ville denne renterisikoen falt bort.³¹ Det absolutte resultatbidraget fra slike rentendringer avhenger av størrelsen på valutareservene og statens innskudd. Siden valutareservene er større enn statens innskudd, vil endringer i renten på valutareservene ha større virkning på Norges Banks resultat enn endringer i renten på statens innskudd.

Figur 7. Renten på statens innskudd, gjennomsnitt av tremåneders pengemarkedsrente i USD og EUR og Norges Banks styringsrente, jan. 2000 – des. 2012.



Kilde: Norges Bank og Bloomberg

Selv om renten på statens innskudd skulle være eksakt lik renten på valutareservene, vil Norges Banks resultat likevel påvirkes gjennom de absolutte svingningene i statens innskudd og delvis gjennom likviditetsstyringen.

³⁰ Renten på statens konto fastsettes per kvartal på forskuddsbasis (siste handledag i måneden en måned før kvartalet starter). Den indikative renten avrundes til nærmeste kvarte prosent.

³¹ Som et alternativ kunne en tenke seg at staten fikk forrentet sine innskudd til foliorenten, men det ville utsatt Norges Banks balanse for større risiko. Foliorenten settes ut fra pengepolitiske forhold og kan i perioder avvike betydelig fra renten på valutareservene, som dominerer aktivasiden. Dersom statens innskudd hadde blitt forrentet til foliorenten, hadde bidraget til Norges Banks balanse vært positivt i de perioder der renten hjemme er lavere enn renten ute. Motsatt, i perioder der renten hjemme er høyere enn renten ute, ville bidraget til Norges Banks balanse vært negativt. De siste årene har renten hjemme vært høyere enn renten ute, hvilket betyr at bidraget til Norges Banks balanse hadde vært negativt.

Statens innskudd påvirker Norges Banks resultat fordi transaksjoner til og fra statens konto påvirker den strukturelle likviditeten i banksystemet, det vil si reservene i banksystemet før Norges Banks markedsoperasjoner. Når innbetalinger til statens konto reduserer bankenes reserver til under ønsket nivå, vil Norges Bank normalt tilføre bankene reserver i form av F-lån. Tilsvarende, når utbetalinger fra statens konto øker reservene i banksystemet til over ønsket nivå, vil Norges Bank normalt trekke inn reserver fra banksystemet i form av F-innskudd. I F-lånsauksjoner er foliorenten (styringsrenten) laveste budrente, mens den er høyeste budrente i F-innskuddsauksjoner. Isolert sett tjener Norges Bank resultatmessig på F-lån, fordi bankene i gjennomsnitt må betale noen få basispunkter mer enn foliorenten for F-lån, mens de må plassere reservene de får tildelt i F-lånet til foliorenten. Norges Bank tjener også isolert sett på F-innskudd fordi renten på F-innskudd som Norges Bank må betale til bankene er normalt noen få basispunkter under foliorenten.

Hvorvidt Norges Bank i likviditetsstyringen tjener eller taper på svingninger på statens konto avhenger av (i) om renten på statens innskudd er større eller mindre enn foliorenten og (ii) om det betales inn til eller ut fra statens konto. Fire tilfeller kan tenkes, jfr. tabell 1:

Tabell 1. Effekt på Norges Banks resultat (+ angir positiv effekt på resultatet, - angir negativ effekt)

	Renten på statens innskudd < foliorenten	Renten på statens innskudd > foliorenten
Innbetalinger til staten	+	-
Utbetalinger fra staten	-	+

Gitt at renten på statens innskudd er lavere enn foliorenten, tjener Norges Bank på at det er staten, og ikke bankene, som har innskudd i Norges Bank:

- Ved innbetalinger til staten øker statens innskudd, mens bankenes innskudd reduseres. Det øker isolert sett Norges Banks resultat. I tillegg kan dette føre til at bankene kommer i låneposisjon fordi den strukturelle likviditeten faller. Da må Norges Bank tilføre likviditet ved F-lån, som også isolert sett er positivt for Norges Banks resultat.
- Ved utbetalinger fra staten reduseres statens innskudd, mens bankenes innskudd øker. Det reduserer isolert sett Norges Banks resultat. Bankenes innskudd i Norges Bank kommer enten som folioinnskudd som forrentes til foliorenten, eller som F-innskudd til en rente marginalt lavere enn foliorenten. Gitt at renten på statens innskudd også er lavere enn renten på F-innskudd, reduseres resultatet til Norges Bank.

Gitt at renten på statens konto er høyere enn foliorenten, tjener Norges Bank på at det er bankene, og ikke staten, som har innskudd i Norges Bank:

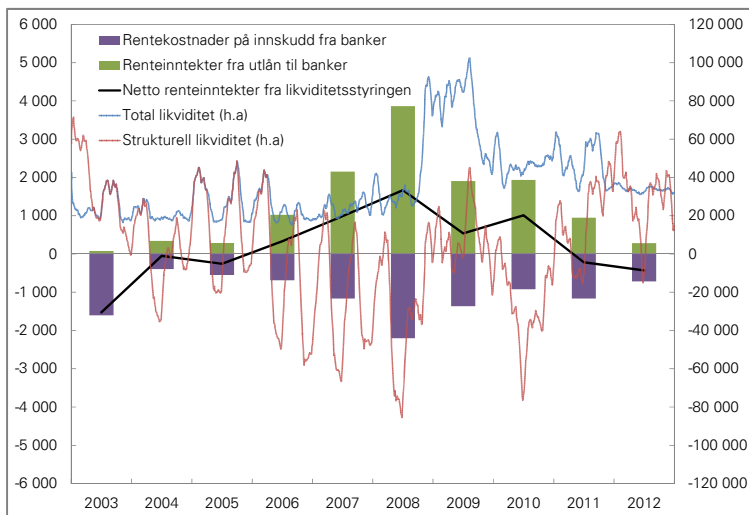
- Ved innbetalinger til staten øker statens innskudd, mens bankenes innskudd reduseres. Det reduserer isolert sett Norges Banks resultat. I tillegg kan bankene komme i låneposisjon fordi den strukturelle likviditeten faller. Da må Norges Bank tilføre likviditet ved F-lån, noe som isolert sett øker Norges Banks resultat fordi renten på F-lånet er marginalt høyere enn foliorenten. Likevel vil den samlede effekten være negativ for resultatet fordi renten på F-lån normalt kun vil være et par basispunkter over foliorenten og dermed lavere enn renten på statens innskudd (premisset i dette eksempelet).
- Ved utbetalinger fra staten reduseres statens innskudd, mens bankenes innskudd øker. Det øker Norges Banks resultat. Bankenes innskudd i Norges Bank kommer enten som

folioinnskudd som forrentes til foliorenten, eller som F-innskudd til en rente marginalt lavere enn foliorenten. Uansett øker Norges Banks resultat.

Eksemplene over viser at Norges Banks resultat avhenger av nivået på den strukturelle likviditeten, det vil si reservene i banksystemet før Norges Banks markedsoperasjoner, som igjen i stor grad bestemmes av banksystemets transaksjoner med staten.

Figur 8 viser resultatkomponentene fra likviditetsstyringen isolert sett, det vil si kun de renteinntektene og -utgiftene som følger av utlån til og innskudd fra bankene. Som forventet har Norges Bank tjent mer penger på likviditetsstyringen i år der den strukturelle likviditeten har vært lav og den totale likviditeten/reservene i banksystemet høy. I disse årene har (i) staten økt sine innskudd på bekostning av bankenes innskudd og (ii) Norges Bank har lånt ut reserver til bankene, kombinert med at renten på statens innskudd har vært lavere enn foliorenten.

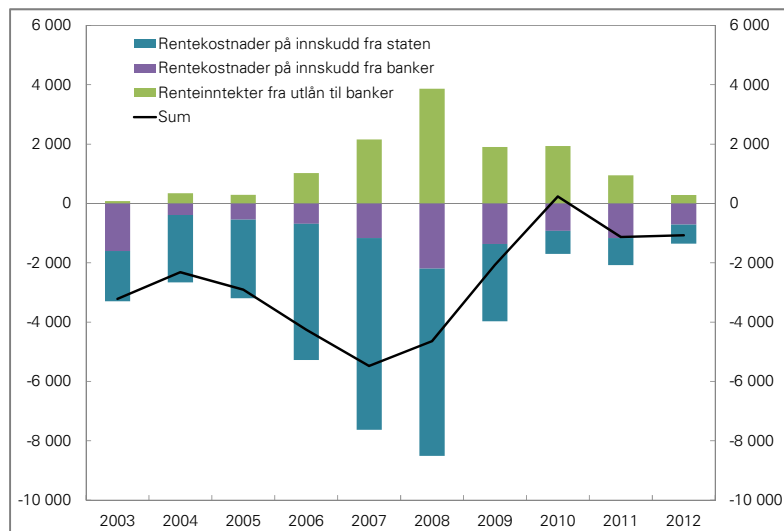
Figur 8. Resultatkomponenter, likviditetsstyringen. 2003 – 2012



Kilde: Norges Bank

I Figur 9 er figur 8 utvidet med resultatbidraget fra rentekostnaden på statens innskudd. Statens innskudd er den største gjeldsposten på bankens balanse, og den er stor i forhold til bankenes innskudd. Dette forklarer at renteutgiftene knyttet til innskudd fra staten har vært større enn renteutgiftene knyttet til innskudd fra bankene, selv om renten på statens innskudd de siste årene har vært lavere enn renten bankene får på sine innskudd på foliokonto. Hvis staten hadde fått samme rente på sitt innskudd som bankene fikk, hadde det slått kraftig inn i Norges Banks resultat i disse årene.

Figur 9. Inntekter og utgifter utenom valutareservene. 2003 -2012. Millioner kroner



Kilde: Norges Bank

I analysen av inntekter og utgifter fra likviditetsstyringen og kontohold for staten, bør man også være klar over at det er staten som eier Norges Bank. Det er derfor staten som må tilføre Norges Bank mer egenkapital dersom etterfølgende år med negativt resultat gjør at Norges Banks egenkapital faller under et visst nivå. På samme måte er det også staten som får eventuelle overskudd når Norges Banks resultat går i pluss og bufferne som sikrer sentralbanken mot kursrisikoen på inntektssiden er tilstrekkelige.

3.4 Sedler og mynt

Utstedelse av sedler og mynt er en inntektskilde for sentralbanken, og en økning i omløpet av sedler og mynt vil forbedre Norges Banks resultat. Publikums beholdning av kontanter kan betraktes som et rentefritt lån til sentralbanken. Når omløpet av sedler og mynt øker, øker også den rentefrie finansieringen.

Hvis bankene trekker på sine reserver i Norges Bank for å betale for uttak av sedler og mynt, reduseres innskuddene i sentralbanken, og dermed også sentralbankenes renteutgifter.³² Dersom bankene ikke har tilgjengelige reserver for å betale for uttak av sedler og mynt, må de låne disse reservene i sentralbanken. Det vil øke renteinntektene til sentralbanken. Det vil si at sentralbanken enten øker sin renteinntekt eller sparer en renteutgift når omløpet av sedler og mynt øker.

Overskuddet sentralbanken har fra å utstede sedler og mynt kalles seigniorage. Det er den rentefrie finansieringen fra sedler og mynt fratrukket kostnadene knyttet til produksjon og distribusjon av kontanter. Seigniorage kan dermed tilnærmet beregnes ved å multiplisere det totale beløpet sedler og mynt i omløp med gjennomsnittlig avkastning på Norges Banks aktivaposter.³³ Norges Banks årlige overskudd fra eneretten til å utstede norske kroner består i tillegg av overskuddet fra likviditetsstyringen. Siden mengden sedler og mynt i omløp er bestemt av publikum, påfører sedler som er stjålet fra Norges Bank eller forfalskede sedler i omløp et tap for sentralbanken. Dette er fordi den erstatter noe av etterspørselen etter sedler og mynt som ellers ville gitt sentralbanken økte

³² Dette vil være tilfellet i praksis i et system med permanent overskudd av sentralbankreserver.

³³ Dette tilsvarer definisjonen av seigniorage som brukes i SOU 2013:9 («Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning») om Sverige Riksbanks balanse og resultat.

renteinntekter eller reduserte renteutgifter. Sedler som er stjålet fra Norges Bank vil også innebære et tap for Norges Bank lik pålydende verdi av sedlene, dersom ikke Norges Bank kan ugyldiggjøre disse sedlene. Motsatt er det en gevinst for sentralbanken dersom sedler og mynt i omløp går tapt. Da vil bankene ende opp med å kjøpe nye sedler og mynt til erstatning for det som har forsvunnet, gitt at etterspørselen etter sedler og mynt er uendret.

Hvis publikum ikke lenger skulle ønske å bruke kontante betalingsmidler, ville bankene levere inn kontantene til Norges Bank³⁴, og deres innskuddskonti i sentralbanken ville blitt godskrevet tilsvarende. En reduksjon av kontanter i omløp vil innebære et svakere resultat for Norges Banks ved at renteinntektene går ned eller rentekostnadene øker. Når Norges Bank bestemmer at sedler og mynt ikke lenger er tvungne betalingsmidler, har Norges Bank etter 11 år ikke lenger plikt til å løse inn de aktuelle sedlene og myntene. Sedler og mynter som ikke er innlevert til Norges Bank innen 11-årsfristen, fordi de er gått tapt eller av andre årsaker, blir en inntekt for sentralbanken.

4. Oppsummering

Dette notatet har diskutert de sentrale postene på Norges Banks balanse, samt de ulike postenes bidrag til sentralbankens resultat. Valutareserven er den største posten på Norges Banks balanse, og avkastningen på valutareserven er sentralbankens viktigste inntektskilde. Samtidig er det markeds- og valutakursrisiko knyttet til valutareserven. Dette kan potensielt påføre Norges Bank store resultatmessige tap, og krever derfor at Norges Bank har tilstrekkelig med egenkapital. Utviklingen i balansepostene knyttet til utlån til banker, innskudd fra bankene og statens innskudd er tett koblet sammen. De er sentrale i likviditetsstyringen, som er den praktiske gjennomføringen av pengepolitikken. Sammenlignet med resultatbidraget fra valutareservene er sentralbankens inntekter og utgifter i forbindelse med likviditetsstyringen små. Renteutgiften knyttet til statens innskudd kan anses som betydelig, men risikoen for egenkapitalen er begrenset ved at renten staten får på sitt innskudd i sentralbanken er bundet til renteavkastningen på valutareserven. Norges Bank er eneste utsteder av sedler og mynt i Norge. Posten for sedler og mynt fremkommer som en gjeldspost på balansen, men ulikt annen gjeld betaler Norges Bank ingen rente på denne.

³⁴ Bankene måtte ha kjøpt sedler og mynt tilbake fra sine kunder.