

FASTKURSPOLITIK I DANMARK

Af Morten Spange, Økonomisk Afdeling, og Martin Wagner Toftdahl, Bank- og Markedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Formålet med pengepolitikken i Danmark er at sikre en stabil prisudvikling. For at opnå dette har Danmark siden 1982 ført fastkurspolitik over for først D-mark og siden 1999 over for euro. Det sker inden for rammerne af det europæiske valutasamarbejde, ERM2. Fastkurspolitikken indebærer, at Nationalbanken skal opretholde en fast kronekurs over for euro. I euroområdet har pengepolitikken som mål at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Ved at holde kronekursen stabil over for euro skabes en ramme for lav inflation i Danmark. Den samlede økonomiske politik – fastkurspolitikken og den stabilitetsorienterede finanspolitik – har over en længere årrække givet anledning til en stabil samfundsøkonomisk udvikling. Det er bl.a. analyseret af Christensen og Hansen (2014) og belyses ikke nærmere her. Artiklen gennemgår i stedet de vigtigste forhold ved den praktiske gennemførelse af fastkurspolitikken.¹

Fastkurspolitikken i Danmark er karakteriseret ved, at kronen stabiliseres inden for et snævert bånd. Formelt kan kronen svinge med op til 2,25 pct. på hver side af centralkursen, men reelt er udsvingene betydeligt mindre. Det afspejler bl.a., at fastkurspolitikken har stor troværdighed, men også, at Nationalbanken reagerer konsekvent, hvis kursen afviger fra

centralkursen. Fastkurspolitikken indebærer, at pengepolitikken er reserveret til at holde kursen på kroner stabil over for euro, mens andre hensyn – fx konjunkturudviklingen i Danmark – ikke inddrages i overvejelserne.

Som konsekvens af fastkurspolitikken følger de pengepolitiske renter i Danmark i første omgang renterne i euroområdet, som fastsættes af Den Europæiske Centralbank, ECB. Ved fx en kronesvækkelse af en vis størrelse vil Nationalbankens første reaktion normalt være at intervenere i valutamarkedet ved at købe kroner. Dermed styrkes kronen. Til interventionsformål råder Nationalbanken over en betydelig reserve af udenlandsk valuta. Det eneste mål for reservens størrelse er, at den skal være rigelig. Hvis intervention i valutamarkedet ikke stabiliserer kronekursen over for euro tilstrækkeligt, vil Nationalbanken ændre de pengepolitiske renter.

Nationalbankens reaktionsmønster er velkendt af aktørerne på det danske kronevalutamarked. Regimets troværdighed har bevirket, at markedsdeltagerne tager positioner, der i sig selv stabiliserer kronekursen. Det er dog vigtigt, at Nationalbanken har frihed til at handle efter den aktuelle situation. Der er således ikke et fast mønster for, på hvilket niveau for kronekursen Nationalbanken intervenserer i valutamarkedet, ligesom det ikke er givet, hvor meget der skal interveneres, før en dansk renteændring finder sted. Det er udtryk for, at Nationalbanken løbende vurderer, hvilke indgreb der er passende ud fra den konkrete situation på valutamarkedet.

¹ For en bredere gennemgang af dansk pengepolitik, se Danmarks Nationalbank (2009). Pengepolitikens indvirkning på husholdninger og virksomheder analyseres af Drejer mfl. (2011).

De pengepolitiske instrumenter, som Nationalbanken benytter til at udmønte pengepolitikken, er grundlæggende ikke blevet ændret siden april 1992. Det afspejler, at instrumentariet har vist sig at gøre det muligt løbende at holde kronen tæt ved centralkursen. Det har endvidere vist sig robust til at håndtere ekstraordinære situationer som senest implikationerne for kronkursen af finanskrisen i 2008 og den efterfølgende statsgældskrise i en række eurolande, men også implikationerne af den europæiske valutakrise i 1992-93. Hensynet til fastkurspolitikken indebærer desuden, at det danske instrumentarium er ret unikt i en international sammenhæng og afviger fra instrumentarierne i lande med andre pengepolitiske strategier, herunder euroområdet.

Næste afsnit giver en oversigt over Nationalbankens reaktionsmønster. Reaktionsmønstret består dels af intervention i valutamarkedet, dels af ændringer i de pengepolitiske renter. I de følgende afsnit behandles hver del mere detaljeret. Afsnittene beskriver både regimets konstruktion og dets implikationer, eksempelvis hvad det betyder for udviklingen i renterne på pengemarkedet. I sidste afsnit fremhæves de særlige forhold ved instrumentariet, der følger af hensynet til fastkurspolitikken.

NATIONALBANKENS REAKTIONSMØNSTER

Nationalbanken fører fastkurspolitik inden for rammerne af det europæiske valutasamarbejde, ERM2. Det indebærer, at kronkursen kan svinge med op til 2,25 pct. på hver side af centralkursen, som er 7,46038 kr. pr. euro. Under rolige forhold på valutamarkedet afhænger kronens kurs over for euro primært af forholdet mellem de lidt længere pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet. Nationalbankens renter påvirker pengemarkedsrenterne i Danmark og dermed spændet til pengemarkedsrenterne i euroområdet.²

2 Se Mindstedet mfl. (2013).

Når ECB ændrer de pengepolitiske renter, vil Nationalbanken typisk reagere med en tilsvarende ændring i de pengepolitiske renter. Den danske renteændring annonceres oftest samme dag om eftermiddagen, som ECB har annonceret renteændringen. Siden euroens indførelse i 1999 har der været en tæt sammenhæng mellem de pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet, jf. figur 1.

På trods af den tætte sammenhæng mellem de pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet er der i nogle situationer behov for en ensidig dansk reaktion. Nationalbanken vurderer løbende, om udviklingen i kronens kurs over for euro kræver, at Nationalbanken reagerer. Hvis der eksempelvis er tendens til, at kronen svækkes, vil Nationalbanken i første omgang søge at modvirke det ved opkøb af kroner mod udenlandsk valuta. Til det formål råder Nationalbanken over en betydelig valutareserve.

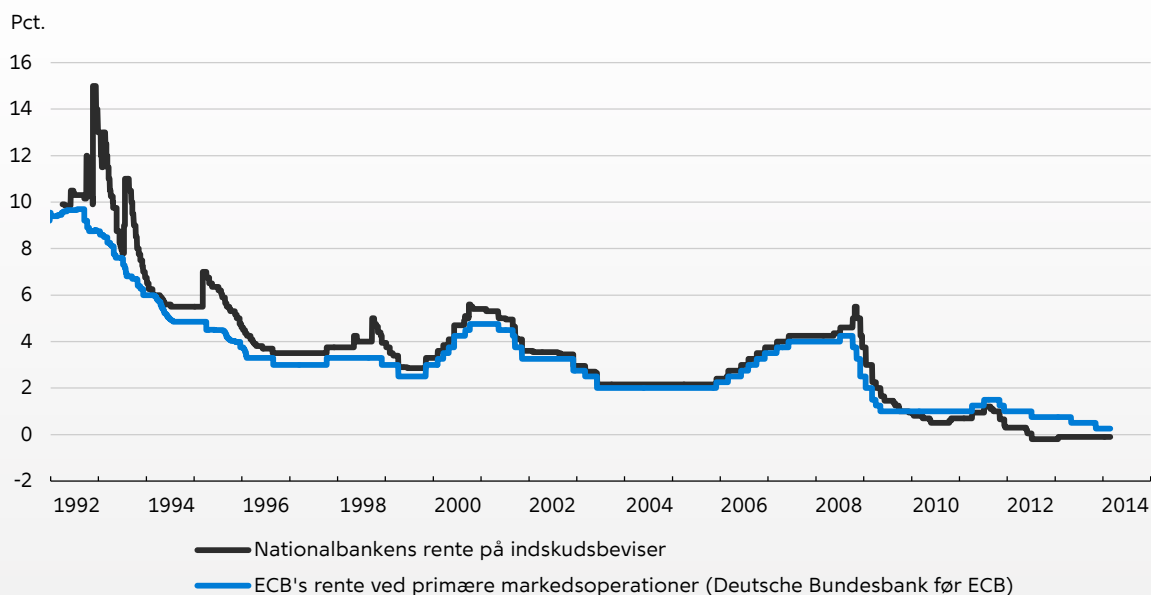
Såfremt intervention i valutamarkedet ikke stabiliserer kronkursen over for euro i tilstrækkelig grad, og udviklingen er mere vedvarende, vil Nationalbanken ændre de pengepolitiske renter ensidigt, dvs. uden at ECB har ændret sine pengepolitiske renter. Fx kan det, hvis kronen svækkes vedvarende, blive nødvendigt med en ensidig dansk renteforhøjelse, som øger de danske pengemarkedsrenter i forhold til renterne i euroområdet. Dermed bliver det mere attraktivt at investere i danske fordringer, hvilket øger efterspørgslen efter kroner, som dermed styrkes.

Et eksempel på Nationalbankens reaktion på afvigelser fra centralkursen er illustreret i figur 2. I november 2011 blev kronen gradvist styrket, og 1. december nåede kursen 7,4330 kr. pr. euro. For at modvirke dette intervenserede Nationalbanken for ca. 14 mia. kr. Det vil sige, at Nationalbanken købte euro for 14 mia. kr. Det bremsede styrkelsen midlertidigt. Efter at have intervenseret for yderligere ca. 4 mia. kr., hvor kronen var blevet styrket til 7,4326 kr. pr. euro, besluttede Nationalbanken 15. december at nedsætte de pengepolitiske renter³. Tilsva-

3 Nationalbankens udlånsrente og indskudsbevisrente blev nedsat med 10 basispoint, og foliorenten blev nedsat med 5 basispoint.

Pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet

Figur 1

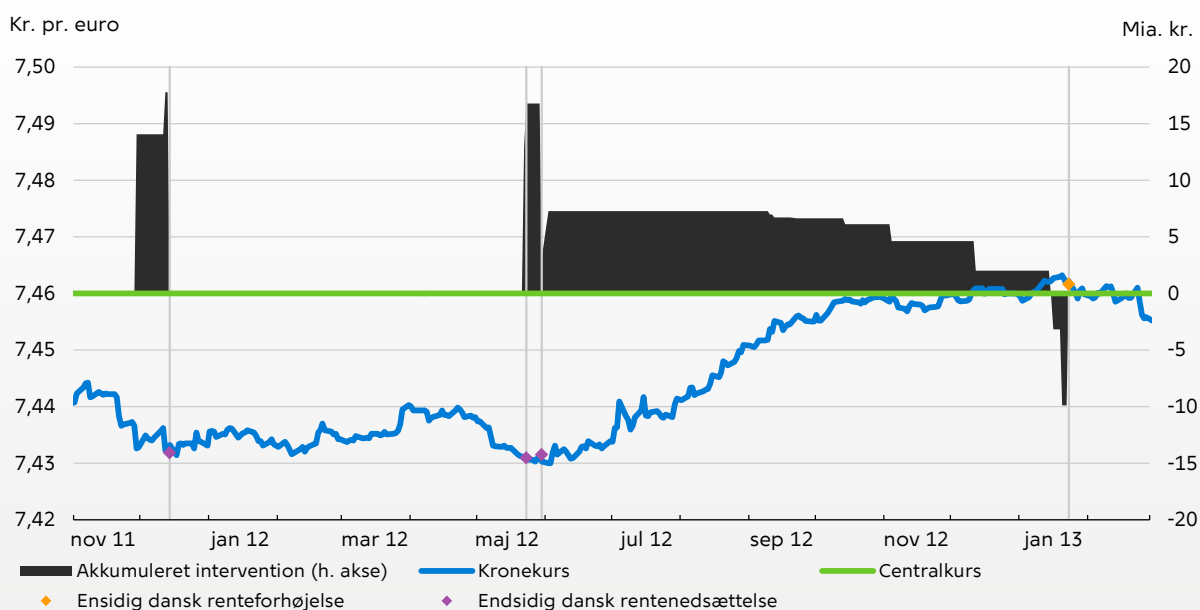


Anm.: Nationalbankens indskudsbevisrente er benyttet i figuren, da denne primært har været styrende siden 8. juni 2009, hvor Nationalbanken indførte et spænd mellem udlånsrenten og indskudsbevisrenten. For euroområdet er ECB's minimumsbudrente for de primære markedsoperationer benyttet frem til 14. oktober 2008, hvorefter den faste rente ved ECB's primære markedsoperationer er benyttet. Deutsche Bundesbanks pengepolitiske rente er benyttet for perioden før euroens indførelse 1. januar 1999. Siden ECB indførte fuld likviditetstilbageføring til en fast rente ved de primære markedsoperationer i oktober 2008, har der været en tendens til, at ECB's indlånsrente i perioder har været styrende for de europæiske pengemarkedsrenter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Akkumuleret intervention og ensidige renteændringer

Figur 2



Anm.: Den akkumulerede intervention nulstilles i figuren ved ensidige danske renteændringer. Et positivt tal for akkumuleret intervention betyder, at Nationalbanken har solgt kroner mod køb af valuta. Ud over de ensidige renteændringer, som er vist på figuren, fulgte Nationalbanken torsdag den 5. juli 2012 ECB's rentenedsættelse. Indskudsbevisrenten blev nedsat til -0,20 pct. Det medførte, at kronen blev svækket over for euro.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

rende annoncerede Nationalbanken som følge af intervention to ensidige rentenedsættelser i maj 2012. Det var tilstrækkeligt til, at kronen ikke blev styrket yderligere.

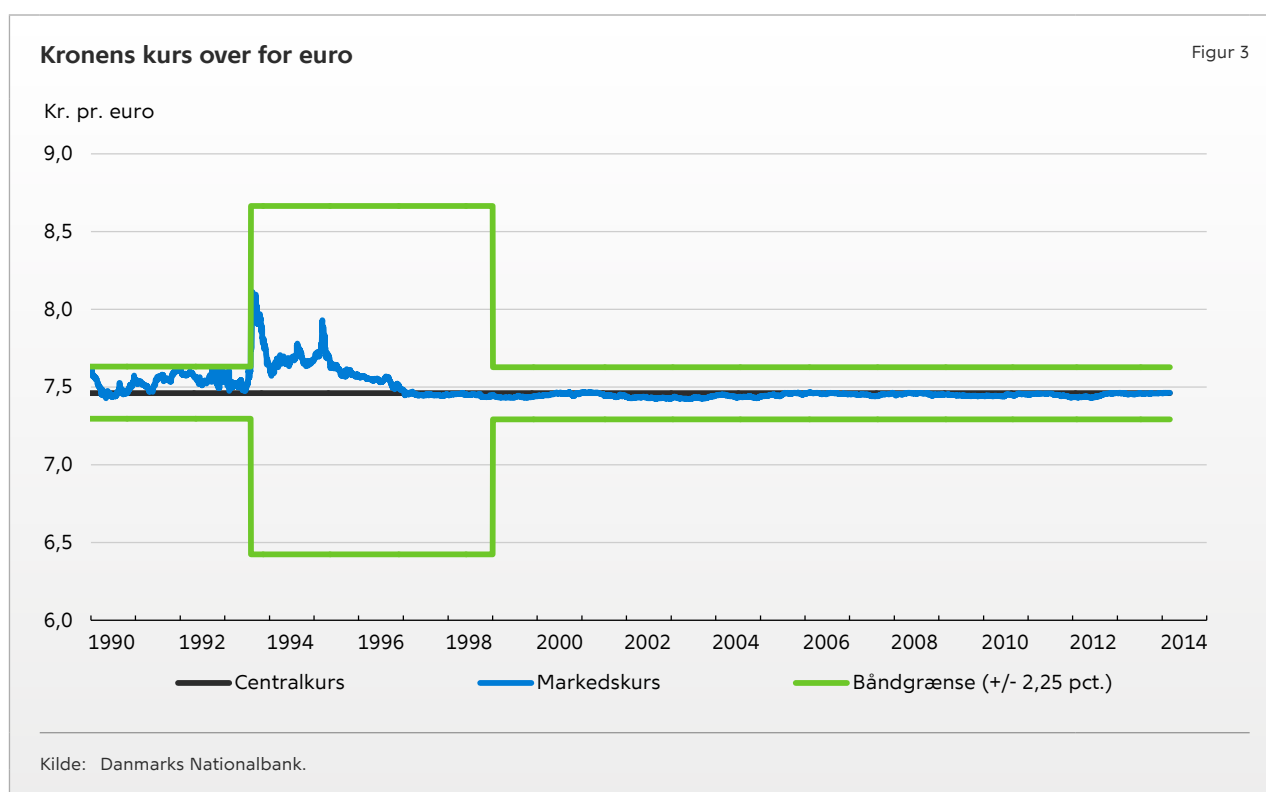
Selv om Nationalbankens reaktionsmønster grundlæggende er velkendt af markedsdeltagerne, er der på en række punkter behov for et råderum. Det er eksempelvis ikke på forhånd klart, ved hvilket niveau for kronkursen Nationalbanken intervenserer i valutamarkedet, ligesom der ikke findes en fast regel for, hvor meget der skal intervenseres for, før en dansk renteændring finder sted. Der er heller ikke en fast regel for, hvor meget renten i givet fald ændres. Råderummet er et udtryk for, at Nationalbanken løbende vurderer, hvilke tiltag der er passende ud fra den konkrete situation på valutamarkedet.

På trods af, at de formelle rammer for den danske fastkurspolitik indebærer, at kronen må svinge omkring centalkursen inden for et bånd på +/-2,25 pct., har den i mange år holdt sig inden for nogle betydeligt snævrere grænser, jf. figur 3. Det reducerer danske husholdningers og virksomheders risici ved betalinger i euro og dermed behovet for afdækning via de finansielle markeder. Siden midten af 1990'erne er kronen desuden blevet stabiliseret på den stærke side af centalkursen.

TROVÆRDIGHED

Den mangeårige opretholdelse af en stabil kronkurs har givet Nationalbankens håndtering af penge- og valutapolitikken stor troværdighed. Aktørerne på de finansielle markeder har således tillid til, at kronkursen fortsat vil bevæge sig i et snævert bånd omkring centalkursen. Det betyder, at der i en situation, hvor kronen ligger svagt, vil være en forventning i markedet om, at potentialet for en yderligere svækkelse er mindre end potentialet for en styrkelse, mens det omvendte vil være tilfældet i en situation, hvor kronen er stærk. Der har været en tendens til, at aktørerne tager positioner baseret på disse forventninger. I situationer, hvor kronen er svag, er der således typisk blevet taget positioner med forventning om, at den styrkes. Det har medvirket til at stabilisere kronkursen tæt på centalkursen.

Markedsdeltagernes stabiliserende positioner har reduceret behovet for, at Nationalbanken intervenserer. Banken kan imidlertid ikke basere pengepolitikken på, at positionerne altid vil virke stabiliserende. Effekten er kun til stede, så længe markedsdeltagerne har tiltro til, at Nationalbanken har vilje til og forudsætninger for at stabilisere kronkursen omkring centalkursen.



Vigtigheden af at være troværdig i relation til at indfri den pengepolitiske målsætning er ikke unik for fastkurspolitikken. Det samme er tilfældet i lande, hvor pengepolitikken er tilrettelagt direkte med henblik på at styre inflationen. Her medvirker troværdigheden til, at den mellemfristede forventningsdannelse afspejler centralbankens inflationsmålsætning. Forventningsdannelsen er et væsentligt element i fastsættelsen af priser og lønninger. Opstår der en forventning om, at inflationen bliver højere end målsætningen, vil lønmodtagerne som kompensation kræve højere lønstigninger. Dermed vil forventninger om højere inflation i sig selv drive inflationen i vejret.

Troværdighed om pengepolitikken opnås ved gennem lang tid at vise sig villig til at gøre, hvad der skal til for at indfri de målsætninger, der er meldt ud. Nationalbanken har siden 1996 holdt kronen inden for et meget snævert bånd omkring centralkursen.

ARBEJDSDELINGEN I DEN ØKONOMISKE POLITIK

I Danmark afstemmes pengepolitikken ikke efter konjunkturudviklingen. Fastkurspolitikken bevirker i stedet, at vi overtager stramhedsgraden i euroområdet pengepolitik. Da konjunkturudviklingen i Danmark i nogen grad afspejler udviklingen i euroområdet, vil pengepolitikken derfor normalt passe godt til den hjemlige konjunkturudvikling, men det er ikke altid tilfældet. Derfor er det særligt vigtigt, at finanspolitikken tilrettelægges hensigtsmæssigt i forhold til konjunkturerne. Det er især vigtigt, at den ikke bidrager til at forstærke en højkonjunktur, så det efterfølgende tilbageslag bliver tilsvarende kraftigt.

Nationalbanken giver løbende vurderinger af finanspolitikken stramhed. I midten af det seneste årti advarede Nationalbanken fx om, at finanspolitikken var for lempelig i lyset af, at der var mangel på ledig kapacitet i økonomien.⁴ Den lempelige finanspolitik forstærkede højkonjunkturerne med det resultat, at det efter-

følgende tilbageslag også blev forstærket. Det var u hensigtsmæssigt for både husholdninger og virksomheder, men gav ikke anledning til, at markedet satte spørgsmålstejn ved fastkurspolitikken.

En u hensigtsmæssigt tilrettelagt finanspolitik, der forstærker udsvingene i konjunkturerne – og dermed fører til perioder med stærkt svækket konkurrenceevne og høj arbejdsløshed – indebærer dog en risiko for, at markedet sætter spørgsmålstejn ved den politiske opbakning til fastkurspolitikken. I en sådan situation kan der opstå et nedadgående pres på kronkursen, som nødvendiggør en ensidig dansk renteforhøjelse. Sådanne renteforhøjelser vil svække økonomien yderligere.⁵

Risikoen for, at finansiel uro forstærker tilbageslag i økonomien, kan desuden reduceres gennem en hensigtsmæssig anvendelse af makroprudentielle instrumenter. I modsætning til finanspolitikken er makroprudentiel politik primært rettet mod at modvirke ubalancer i det finansielle system mere end mod løbende at stabilisere konjunkturerne.

INTERVENTION OG VALUTARESERVE

Som følge af den høje troværdighed omkring fastkurspolitikken vil markedsdeltagernes indbyrdes transaktioner oftest være tilstrækkelige til at holde kronkursen tæt på centralkursen. Der opstår dog løbende situationer, hvor Nationalbanken må reagere. Her er første skridt normalt at intervenere i valutamarkedet. Interventionerne foretages af bankens bank- og markedsafdeling, som har mandat til at intervenere ubegrænset, i det omfang det er nødvendigt. Direktionen informeres løbende om interventionerne.

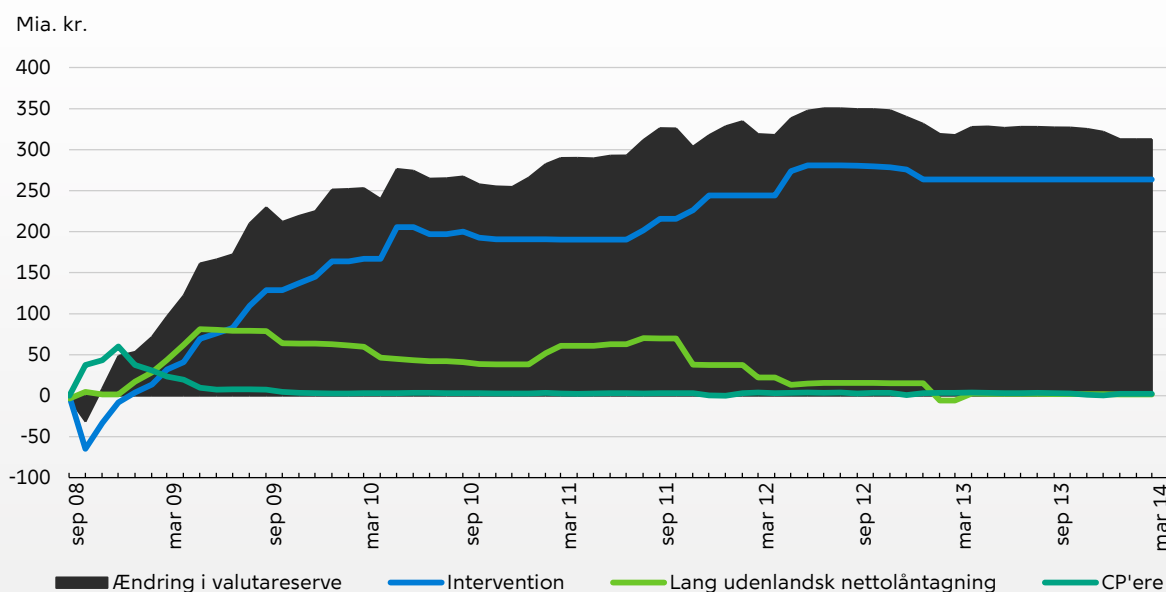
Nationalbanken råder over en betydelig valutareserve til interventionsformål. Reserven, der i begyndelsen af 2014 udgjorde knap 500 mia. kr., er primært i euro og består hovedsageligt af indskud i udenlandske banker og

4 Se eksempelvis Kvartalsoversigten fra 3. kvartal 2006, hvor det anbefales, at de offentlige finanser for 2007 bør dæmpe den indenlandske aktivitet med omkring 0,5 pct., jf. Danmarks Nationalbank (2006).

5 Fastkurspolitikken risikerer desuden som alle andre pengepolitiske regimer at blive undermineret, hvis finanspolitikken er direkte uholdbar.

Ændring i valutareserven fra finanskrisens udbrud

Figur 4



Anm.: Forskellen mellem den totale ændring i valutareserven og summen af ændringen i intervention, lang udenlandsk låntagning og CP'ere dækker bl.a. over kursregulering af guldbeholdningen, renteindtægter på valutareserven og statens nettobetaling i fremmed valuta.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

udenlandske værdipapirer, der kan sælges eller belånes. Nationalbanken har ikke noget mål for, hvor stor reserven skal være. Det eneste krav er, at den skal være rigelig. Hvis den er for lille, begrænser det Nationalbankens muligheder for at intervenere. Det ville betyde, at der hurtigere måtte gribes til rentestigninger ved pres på kronen. En lille reserve kan desuden sende det signal, at Nationalbanken ikke er tilstrækkeligt rustet til at forsvare kronen i tilfælde af pres. Det svækker troværdigheden og kan i sig selv øge risikoen for, at der spekuleres mod kronen.

Nationalbanken har nogle muligheder for at opbygge en større reserve, hvis den skønnes at være for lille. Det så man fx i forbindelse med valutauroen i efteråret 2008, hvor staten benyttede sig af udenlandsk låntagning, jf. figur 4. På kort sigt var der tale om lån med kort løbetid inden for rammerne af statens Commercial Paper (CP)-programmer for hurtigt at øge valutareserven. Formålet med programmerne er at have et likviditetsredskab til hurtigt at tilpasse niveauet for valutareserven eller statens konto. Statens mulighed for at låne i udlandet er dog afhængig af, at markederne fungerer. Da krisen var på sit højeste, var der i en kortere periode

ikke adgang til udenlandsk låntagning.

I 1. halvår 2009 optog staten desuden betydelig mellem- og langfristet gæld i udenlandsk valuta.

Mens statslig låntagning i udlandet er den mest effektive måde til hurtigt at øge valutareserven i perioder med pres på kronen, kan reserven på længere sigt bygges op gennem intervention i markedet. Eksempelvis fastholdt Nationalbanken i en periode efter valutauroen i 2008 et relativt højt rentespænd for at understøtte valutaindstømning. Dermed kunne valutareserven gradvist genopbygges gennem interventionskøb.

Omkostningen ved at opretholde en rigelig valutareserve vurderes som beskeden sammenlignet med fordelene ved en troværdig fastkurspolitik. Omkostningen kan groft opgøres som forskellen mellem de korte renter i Danmark og euroområdet ganget med reservens størrelse. I den aktuelle situation, hvor de korte renter er lavest i Danmark, er der således et positivt afkast, mens det i situationer med et beskedent positivt rentespænd til euroområdet vil være negativt.

PENGEPOLITISKE RENTEÆNDRINGER

Fastkurspolitikken indebærer, at Nationalbankens pengepolitiske renter er reserveret til at fastholde kronkursen tæt på centralkursen. Hvis intervention i valutamarkedet ikke er tilstrækkelig til at stabilisere kronkursen, vil Nationalbankens næste skridt være at ændre de pengepolitiske renter. De omfatter udlånsrenten, indskudsbevisrenten, foliorenten og diskontoen og ændres desuden normalt i forbindelse med ECB's renteændringer.⁶ Nationalbankens pengepolitiske instrumenter, der er de udlåns- og indlånsfaciliteter, Nationalbanken stiller til rådighed for de pengepolitiske modparter, forrentes med de pengepolitiske renter.⁷

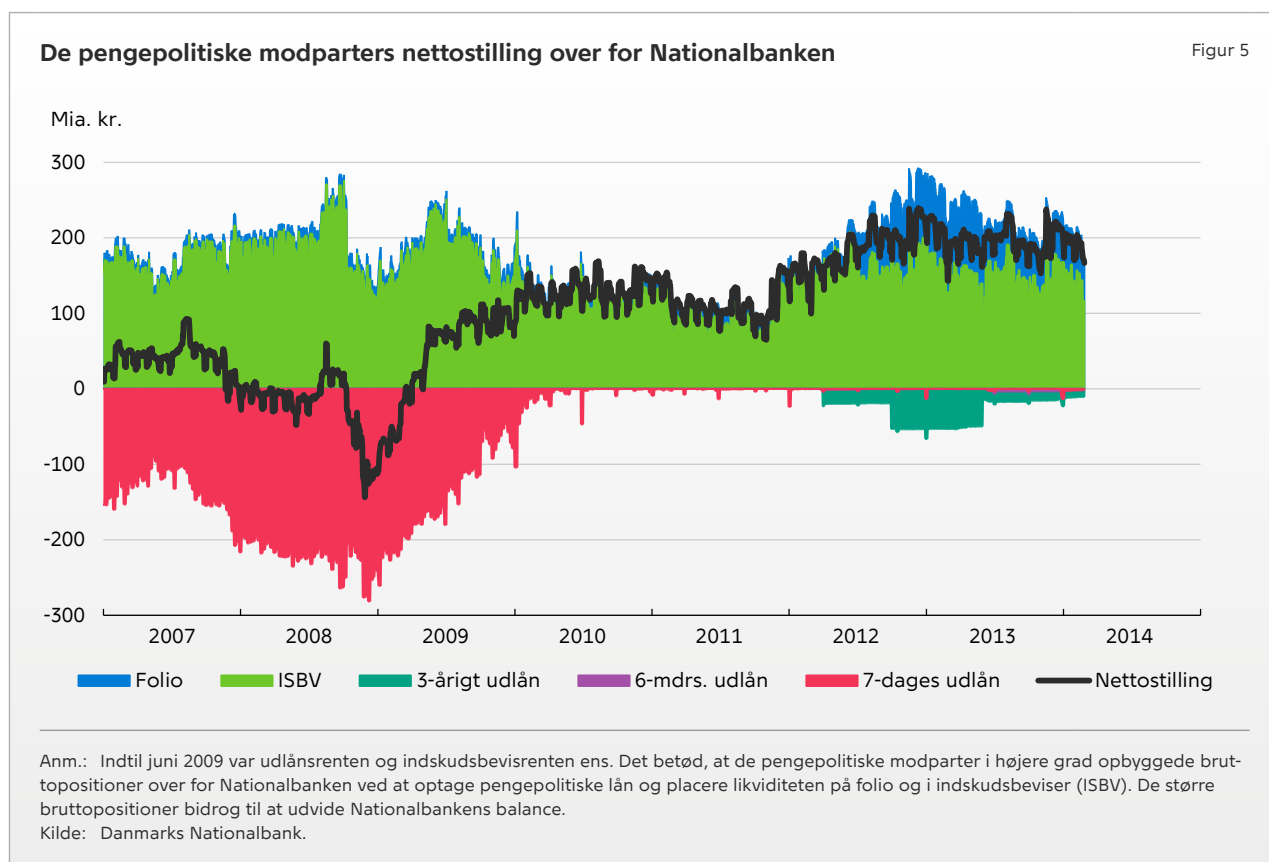
SEKTORLIKVIDITETENS BETYDNING FOR PENGEMARKEDSRENTERNE

De pengepolitiske renters gennemslag til kronkursen sker via pengemarkedsrenter-

ne. Hvilken af de pengepolitiske renter der er styrende for pengemarkedsrenterne, afhænger bl.a. af bankernes nettostilling⁸ over for Nationalbanken. Ved en stor positiv nettostilling vil sektoren som helhed have et placeringsbehov i Nationalbanken, og de korte pengemarkedsrenter vil derfor i den situation normalt følge indskudsbevisrenten. Det har generelt været tilfældet de seneste år, jf. figur 5.

I perioder med faldende nettostilling kan der ses en tendens til, at pengemarkedsrenterne begynder at trække op imod Nationalbankens udlånsrente. Det skyldes, at mængden af kronlikviditet falder, hvorved prisen for kronlikviditet stiger. Ved en negativ nettostilling vil det typisk være Nationalbankens udlånsrente, der er styrende for pengemarkedsrenterne.

Nettostillingen påvirkes af de autonome faktorer på Nationalbankens balance. De største påvirkninger kommer fra ind- og udbetalinger på statens konto i Nationalbanken og fra Nationalbankens interventioner. Når Nationalbanken



6 Diskontoen refererer ikke direkte til de pengepolitiske faciliteter, men fungerer som en signalrente.

7 Se bl.a. Nationalbanken (2009) for en nærmere beskrivelse af de pengepolitiske instrumenter.

8 Nettostillingen opgøres som de pengepolitiske modparters indstående på folio og i indskudsbeviser fratrukket modparternes lån i Nationalbanken.

fx intervenserer ved at købe kroner for at imødegå, at kronen svækkes, vil nettostillingen falde. Herved vil pengemarkedsrenterne have en tendens til at stige, hvilket medvirker til at stabilisere kronekursen ud over den direkte effekt af intervention.

Ud over nettostillingen har også den daglige mængde af foliolikviditet betydning for gennemslaget fra de pengepolitiske renter til de korte pengemarkedsrenter. Der ses en tendens til, at pengemarkedsrenterne afhænger negativt af det daglige indestående af likviditet på folio, jf. figur 6. Indeståendet afhænger bl.a. af forskellen mellem indskudsbevis- og foliorenten. De pengepolitiske modparterers incitament til at købe indskudsbeviser frem for at placere på folio er større, når indskudsbevisrenten er høj i forhold til foliorenten. Indeståendet på folio vil dermed alt andet lige være mindre, des højere spænd. Et højere spænd vil tilskynde

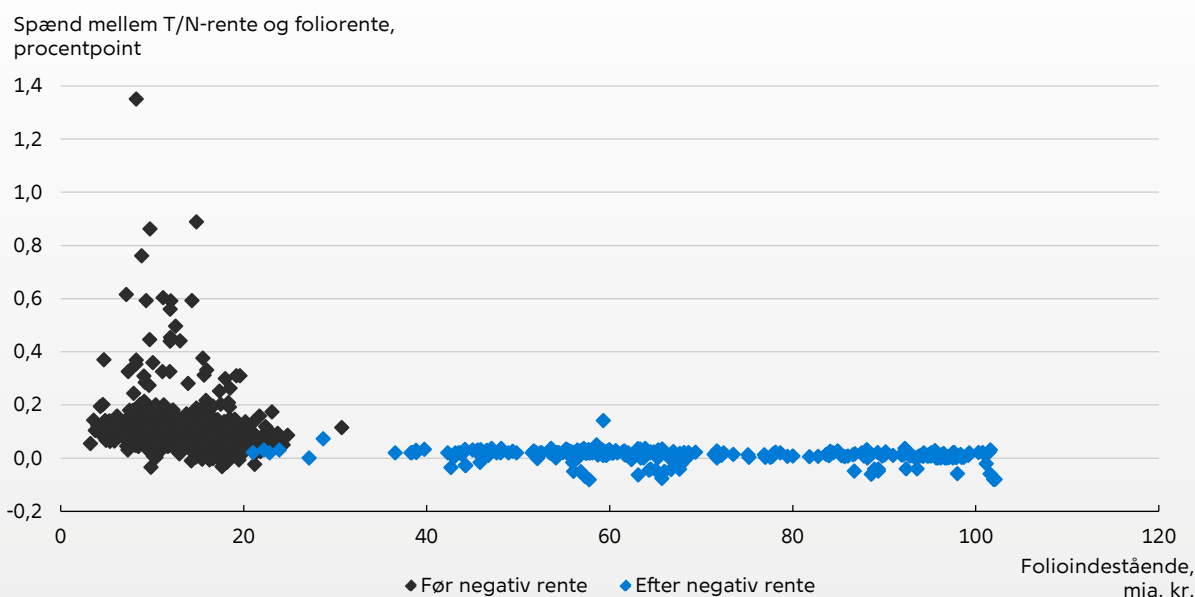
modparterne til i højere grad at udveksle likviditet indbyrdes, men det vil også føre til højere pengemarkedsrenter.⁹

DE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTERS BETYDNING FOR PENGEMARKEDSRENTERNE

De pengepolitiske renters påvirkning af dag til dag-renten er første skridt i transmissionen til de lidt længere pengemarkedsrenter, der er styrende for kronekursen. Der er betydelige udsving i dag til dag-renten, jf. figur 7. Den største del af udsvingene er af teknisk karakter og afspejler udformningen af Nationalbankens pengepolitiske instrumenter. Udsvingene opstår i forbindelse med Nationalbankens markedsoperationer, fordi de pengepolitiske modparter på dage, hvor Nationalbanken har åbent for salg af indskudsbeviser, kan placere i indskudsbeviser til en anden rente og med en længere løbetid, end på dage uden mar-

Sammenhæng mellem indeståendet på folio og spændet mellem T/N-renten og foliorenten

Figur 6



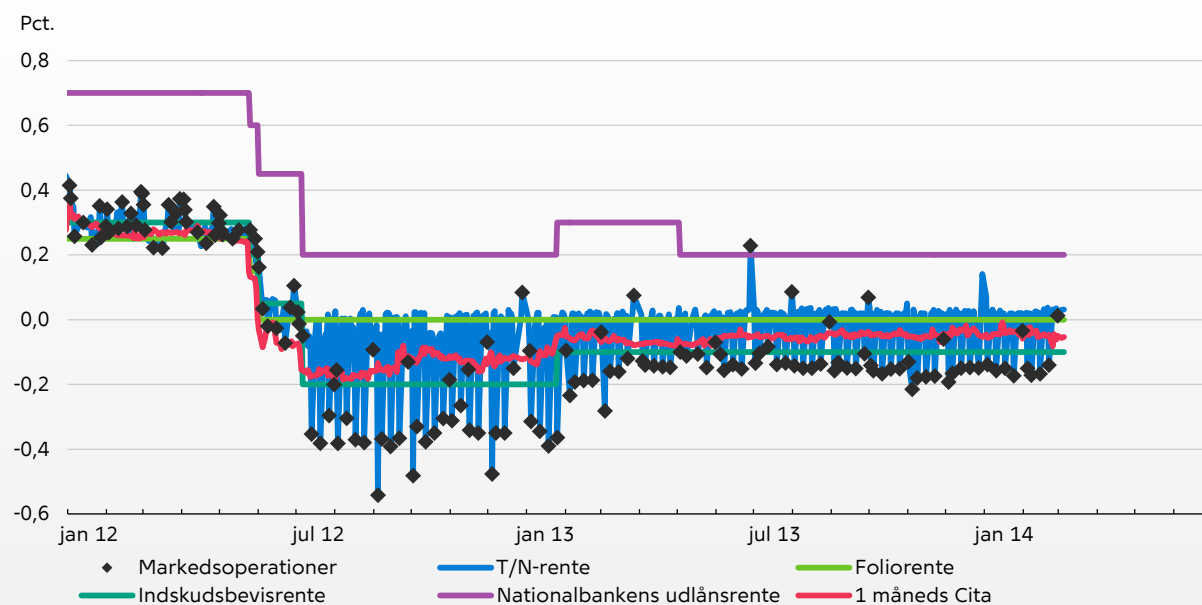
Anm.: Daglige observationer for perioden 2. juli 2007 til 18. februar 2014. Observationer for dage, hvor Nationalbanken ikke foretager markedsoperationer.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

9 Efter indførelsen af negativ indskudsbevisrente, hvor indskudsbevisrenten ligger under foliorenten, har modparterne både et rente- og likviditetsmæssigt incitament til at placere på folio frem for i indskudsbeviser. Samtidig er muligheden herfor blevet større, da foliorammerne er blevet udvidet. Det større indestående på folio betyder, at forskellen mellem dag til dag-renten og foliorenten er mindre på dage uden markedsoperationer. Se fx Mindstedet mfl. (2013) for en uddybende forklaring.

Pengepolitiske renter og markedsrenter

Figur 7



Anm.: T/N-renten påvirkes dagen før, Nationalbankens markedsoperationer gennemføres. Det skyldes, at T/N-lån er dag til dag-lån, som begynder dagen efter indgåelse. Markedsoperationer angiver derfor værdien af T/N-renten, dagen før annoncerede markedsoperationen foretages. Cita-swaps (Copenhagen Interbank T/N Average) er korte renteswaps. Der byttes en variabel rente (T/N-renten) mod en fast rente, som fastsættes ved aftalens begyndelse. Ved aftalens udløb afregnes forskellen mellem den aftalte faste rente og den gennemsnitlige T/N-rente gennem aftalens løbetid.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Reuters.

kedsoperationer, hvor det er foliorenten, der er alternativrenten.¹⁰

Den tekniske volatilitet i dag til dag-renten er forudsigelig og kendt af markedsdeltagerne, og den medfører ikke volatilitet i de lidt længere pengemarkedsrenter, jf. figur 7. Forudsigeligheden sikrer et klart gennemslag fra Nationalbankens pengepolitiske renter til de lidt længere pengemarkedsrenter og dermed kronkursen.

INSTRUMENTARIET ER INDRETTET MED HENBLIK PÅ FASTKURSPOLITIK

Det pengepolitiske instrumentarium er indrettet med henblik på at sikre en fleksibel og robust implementering af fastkurspolitikken. Dette formål er blevet opfyldt. Fx har Nationalbanken inden for rammerne af det nuværende instrumentarium kunnet implementere negativ rente på indskudsbeviser for at holde kronen

stabil over for euro¹¹. Fastholdelsen af rammerne for implementering af pengepolitik ved indførelse af negativ rente gør samtidig, at instrumentariet er robust i forhold til en kommende normalisering af de pengepolitiske renter.

Hensynet til fastkurspolitikken betyder, at Nationalbankens instrumentarium adskiller sig fra andre centralbankers, herunder ECB's (i tabel 1 vises en sammenligning). Nationalbanken spejler typisk ECB's pengepolitiske tiltag, ikke blot i form af renteændringer, men også ved indførelsen af ukonventionelle tiltag som fx 3-årige udlån. Det gøres for at sikre en stabil krone over for euro ved at skabe sammenlignelige rente- og likviditetsforhold mellem euroområdet og Danmark. Forskelle mellem Nationalbankens og ECB's pengepolitiske instrumentarium og implementering af pengepolitik gør dog, at Nationalbanken ikke til enhver tid følger pengepolitiske ændringer fra ECB.

10 Se Mindested mfl. (2013)

11 Se bl.a. Jørgensen og Risbjerg (2012) for en uddybende beskrivelse af indførelsen af negativ rente på indskudsbeviser.

Øversigt over Nationalbankens og ECB's primære pengepolitiske instrumenter

Tabel 1

Primære markedsoperationer	ECB	Nationalbanken
Udlån mod pant ¹	<ul style="list-style-type: none"> Fuld tildeling² 1 uges løbetid Ugentlige markedsoperationer 	<ul style="list-style-type: none"> Fuld tildeling 1 uges løbetid Ugentlige markedsoperationer
Køb og salg af indskudsbeviser	Ikke del af primære markedsoperationer ³	<ul style="list-style-type: none"> Fuld tildeling Udløb på ugens sidste bankdag Ugentlige ordinære markedsoperationer suppleret af ekstraordinære operationer efter behov
Stående faciliteter ⁴		
Marginal udlånsfacilitet ¹	<ul style="list-style-type: none"> Ubegrænset adgang 1 dags løbetid 	Ikke del af Nationalbankens instrumentarium
Indlånsfacilitet	<ul style="list-style-type: none"> Anfordringskonto Reservekrav for minimumsindestående 	<ul style="list-style-type: none"> Anfordringskonto Foliorammerne danner loft over det samlede indestående på folio

Anm.: Kun de primære markedsoperationer og faciliteter hos Nationalbanken og ECB er medtaget. Ekstraordinære faciliteter som fx udlån mod pant med længere løbetider og likviditetsjusterende instrumenter, er dermed ikke medtaget.

Kilde: Danmarks Nationalbank og ECB.

1. Alle pengepolitiske udlån hos Nationalbanken og ECB sker mod sikkerhed.
2. Som del af en række ekstraordinære tiltag i forbindelse med finanskrisen overgik ECB fra 15. oktober 2008 til fuld tildeling ved de primære operationer. Der vil være fuld tildeling, så længe ECB finder det nødvendigt og mindst indtil 7. juli 2015, jf. ECB (2014). Før oktober 2008 foregik tildelingen via auktion.
3. ECB har som del af deres strukturelle operationer mulighed for at udstede indskudsbeviser, jf. ECB (2012). Disse operationer benyttes dog ikke på nuværende tidspunkt.
4. Stående faciliteter kan benyttes til enhver tid inden for centralbankernes åbningstid.

ÅBENT VINDUE VED MARKEDSOPERATIONER

Nationalbanken benytter et såkaldt åbent vindue ved sine markedsoperationer. Det betyder, at det er Nationalbanken, der bestemmer renten ved de pengepolitiske operationer, mens det er de pengepolitiske modparter, der bestemmer mængden. Det gælder både for udlån og indskudsbeviser. Nationalbanken begrænser dog de pengepolitiske modparter indestående på folio.

Som del af en række ekstraordinære tiltag som følge af finanskrisen overgik ECB i oktober 2008 til fuld tildeling af likviditet til en fast rente ved de ugentlige primære markedsoperationer. Forud havde ECB styret mængden af tildelt likviditet ved udlånsoperationerne via ugentlige auktioner. Dermed er Nationalbankens og ECB's ugentlige markedsoperationer blevet mere sammenlignelige. ECB vil fastholde fuld tildeling ved de ugentlige operationer, så længe ECB skønner det nødvendigt.

FOLIORAMMER

Mens ECB via reservekrav bestemmer, hvor meget eurosystemets banker i gennemsnit *skal* have stående på deres indskudsfacilitet, bestemmer Nationalbanken via foliorammerne, hvor meget penge- og realkreditinstitutterne samlet set *kan* have stående på deres foliokonti.

Formålet med foliorammerne er at sikre, at der ikke opbygges store indskud på foliokonti i Nationalbanken, som kan anvendes til at spekulere mod kronen. Foliorammerne begrænser ikke beløbet, der kan spekuleres for, men gør det muligt for Nationalbanken at styre prisen på den likviditet, som pengeinstitutterne kan stille til rådighed for deres kunder til spekulation. Nationalbanken kan fastsætte renten på likviditeten så højt, at en eventuel gevinst ved spekulation elimineres. Et eksempel på dette findes under valutakrisen i 1992-93, jf. boks 1.

Spekulation mod kronen i 1993

Boks 1

Som del af valutakriserne i 1992-93, hvor omfattende spekulation mod ERM-samarbejdet fandt sted, opstod der i begyndelsen af 1993 et stort spekulationspres mod den danske krone. Spekulationerne medførte et behov for store støtteopkøb af kroner over for både D-mark, hollandske gylden og irske pund. For at imødekomme spekulationspresset kom den daværende danske regering samtidig med en håndfast udmelding om viljen til at fortsætte fastkurspolitikken.

På trods af regeringens udmeldinger fortsatte det store pres på kronen, og 3. februar 1993 blev der støtteopkøbt kroner for omkring 24 mia. kr., hvilket niveaumæssigt svarede til halvdelen af Nationalbankens valutareserve. 4. februar 1993 blev diskontoen forhøjet med 2 procentpoint til 11,5 pct., og efter aftale med centralbankerne i Belgien, Frankrig, Holland, Spanien og Tyskland blev der foretaget koordinerede støttekøb af kroner inden for interventionsgrænserne. Den fælles aktion overraskede markedet. Kronen blev stabiliseret og styrkedes yderligere, da Deutsche Bundesbank samme dag annoncerede en rentenedsættelse. Pengeinstitutternes ekstra behov for kronelikviditet som følge af valutaudstrømningen blev dækket af Nationalbanken gennem udlån mod sikkerhed med 17 dages løbetid til en rente på 40 pct. Henimod månedens slutning var 3-måneders-pengemarkedsrenten i Danmark faldet til 14 pct. Kronen var styrket, og der var en betydelig tilbagestrømning af valuta. I den sidste del af februar kunne Nationalbanken atter begynde at nedsætte sine rentesatser.

1. Se Abildgren mfl. (2010) for en uddybende beskrivelse af dansk pengehistorie 1990-2005

STÅENDE FACILITETER

Mens ECB har to stående faciliteter, henholdsvis en indlånsfacilitet og en marginal udlånsfacilitet, har Nationalbanken udelukkende en indlånsfacilitet i form af foliokonti. En marginal udlånsfacilitet bevirker, at der sættes et loft over, hvor meget de korte pengemarkedsrenter kan stige. Det skyldes, at bankerne altid kan låne hos centralbanken frem for i pengemarkedet til renten på den marginale udlånsfacilitet. At Nationalbanken ikke har en marginal udlånsfacilitet bevirker dermed, at pengemarkedsrenterne frit kan stige i situationer, hvor kronen svækkes over for euro. Fx kan der opstå en situation, hvor Nationalbanken, for at modgå at kronen svækkes over for euro, intervenserer ved køb af kroner. Det vil dræne kronelikviditet, hvilket kan medføre højere pengemarkedsrenter, som vil medvirke til at stabilisere kronen over for euro.

LITTERATUR

Abildgren, Kim, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen (2010), *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Danmarks Nationalbank.

Christensen, Anders Møller, og Niels Lynggård Hansen (2014), *What scope for monetary policy? Experiences from the Nordic countries after the financial crisis*, udkommer som kapitel i Torben M. Andersen, Michael Bergman og Svend E. Hougaard Jensen (2014), *Reform Capacity and Macroeconomic Performance in the Nordic Countries*, Oxford University Press.

Danmarks Nationalbank (2006), *Seneste økonomiske og monetære udvikling, Kvartalsoversigt, 3. kvartal*.

Danmarks Nationalbank (2009), *Pengepolitik i Danmark*.

Drejer, Peter A., Marianne C. Koch, Morten H. Rasmussen, Morten Spange og Søren V. Sørensen (2011), *Hvordan virker pengepolitikken i Danmark?*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, Del 2.

ECB (2012), *The implementation of monetary policy in the euro area: Genral Documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*.

ECB (2014), *Recent developments in excess liquidity and money market rates, Monthly Bulletin*, Januar 2014.

Jørgensen, Anders og Lars Risbjerg (2012), *Negative renter*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, Del 1.

Mindsted, Palle Bach, Martin Wagner Toftdahl og Lars Risbjerg (2013), *Lavere omsætning på det danske pengemarked*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, Del 1.