KRONEN UNDER PRES I JANUAR-FEBRUAR 2015

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Nationalbanken har siden 1982 ført fastkurspolitik over for først D-mark og siden 1999 over for euro.[1] Det sker inden for rammerne af det europæiske valutasamarbejde, ERM2. Formelt kan kronen svinge med op til 2,25 pct. på hver side af centralkursen, men i praksis sikrer Nationalbanken, at udsvingene er langt mindre. Fastkurspolitikken er en hjørnesten i dansk økonomisk politik, og den har bred opbakning. Understøttet af en stabilitetsorienteret finans- og strukturpolitik er den grundlaget for en stabil samfundsøkonomisk udvikling med lav inflation og høj beskæftigelse, og både renter og inflation er i dag på niveau med Tysklands. Fastkurspolitikken har desuden medvirket til at understøtte Danmarks handel med landene i euroområdet.[2]

Fastkurspolitikken bevirker, at de pengepolitiske renter er reserveret til at holde kursen på kroner stabil over for euro, mens andre hensyn – fx konjunkturudviklingen i Danmark – ikke inddrages i overvejelserne. Disse hensyn varetages af den øvrige økonomiske politik, herunder især finanspolitikken. De centrale instrumenter til implementeringen af fastkurspolitikken er interventioner i valutamarkedet og ændringer i de pengepolitiske renter.

Efter at Schweizerische Nationalbank, SNB, 15. januar besluttede ikke længere at opretholde grænsen for, hvor stærk schweizerfrancen kunne være over for euro, opstod der en stor indstrømning af valuta til Danmark. Den Europæiske Centralbank, ECB's, annoncering 22. januar af et omfattende program for opkøb af statsobligationer kan have bidraget til indstrømningen, som først begyndte at aftage i sidste del af februar.

For at modvirke, at den store kapitalindstrømning skulle styrke kronen, har Nationalbanken købt valuta mod kroner i valutamarkedet for et betydeligt beløb. I januar og februar blev der sammenlagt interveneret for 275 mia. kr., ligesom de pengepolitiske renter er blevet nedsat ad flere omgange til et niveau, der ikke er set tidligere. De trinvise rentenedsættelser afspejler, at det i udgangspunktet ikke var muligt at forudsige hverken omfanget eller varigheden af valutaindstrømningen. Nationalbanken vurderede derfor løbende behovet for intervention i markedet og nedsættelse af renterne. De traditionelle instrumenter blev suppleret med et stop for udstedelse af statsobligationer for yderligere at bremse kapitalindstrømningen.

Tidligere har der under finansiel uro typisk været en tendens til svækkelse af kronen. Kun den øgede efterspørgsel efter kroner under statsgældskrisen i en række eurolande i efteråret 2011 minder i nogen grad om den nuværende situation. Hvor det ved tendenser til kraftig kronesvækkelse typisk er renteinstrumentet, der spiller den vigtigste rolle, har interventioner i valutamarkedet potentielt størst betydning, når kapitalen strømmer ind. Nationalbanken har således ubegrænset

1 Spange og Toftdahl (2014) beskriver, hvordan fastkurspolitikken udføres i praksis. For en bredere gennemgang af dansk pengepolitik, se Danmarks Nationalbank (2009). Pengepolitikkens indvirkning på husholdninger og virksomheder analyseres af Drejer mfl. (2011).

2 Se fx Christensen og Hansen (2015) for en analyse af de samfundsøkonomiske gevinster ved fastkurspolitikken. Handelseffekterne er analyseret af Det Økonomiske Råd (2009).

mulighed for via interventioner i valutamarkedet at imødekomme efterspørgslen efter kroner. Muligheden bevirker, at støtte fra ECB inden for rammerne af ERM2 ikke er relevant i den nuværende situation.

SNB's beslutning om ikke længere at opretholde grænsen for schweizerfrancen fik nogle udenlandske investorer til at købe kroner i forventning om, at Danmark vil opgive fastkurspolitikken. Derudover var den store kapitalindstrømning i betydeligt omfang drevet af indenlandske investorer, herunder forsikringsselskaber og pensionskasser, F&P, i forbindelse med afdækning af deres positioner i euro. Indenlandske investorers europositioner er som følge af fastkurspolitikken kun afdækket i meget beskedent omfang, men efter SNB's beslutning har de ønsket at forsikre sig mod potentielt store tab i tilfælde af, at også kronen ville stige i værdi.

Hvor SNB's loft for schweizerfrancen fra begyndelsen var tænkt som en midlertidig foranstaltning, har fastkurspolitikken været en integreret del af dansk økonomisk politik i årtier og har bred opbakning på tværs af det politiske system. Nationalbanken står for at udføre fastkurspolitikken og har de instrumenter, som er nødvendige til at sikre, at kronens kurs holdes tæt på centralkursen over for euro. Ved det nuværende renteniveau har Nationalbanken et positivt afkast på valutareserven.

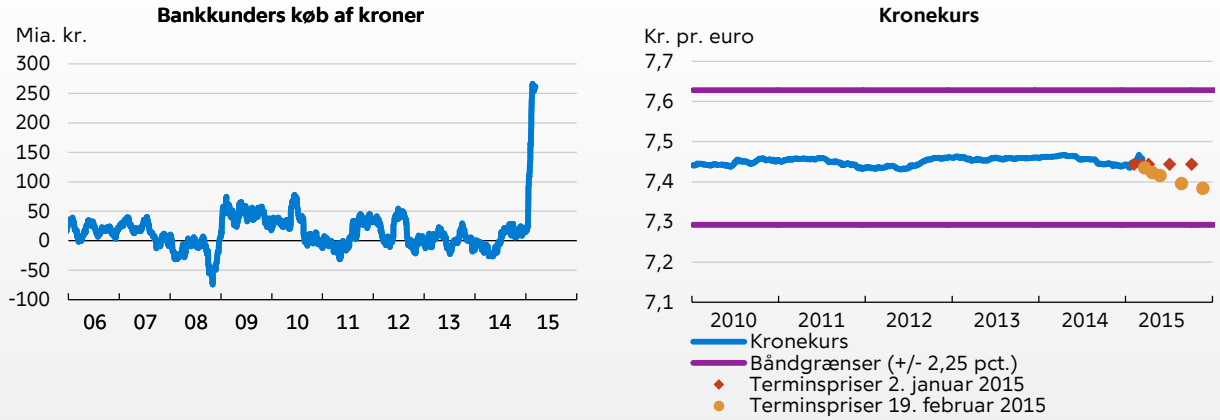
STOR EFTERSPØRGSEL EFTER KRONER

Den seneste tids betydelige kapitalindstrømning til Danmark begyndte efter SNB's annoncering 15. januar om ikke længere at opretholde grænsen for, hvor stærk schweizerfrancen kunne være over for euroen. Efter annonceringen steg schweizerfrancens værdi betydeligt. 22. januar annoncerede ECB et omfattende program for opkøb af statsobligationer. Det kan have bidraget til, at indstrømningen tog fart.

Allerede om eftermiddagen efter SNB's annoncering den 15. januar blev kronen styrket over for euro som følge af øget valutaindstrømning, jf. figur 1. Kronekursen var efterfølgende stabil på et niveau lidt over centralkursen. Hen mod slutningen af februar blev kronen svækket igen til et niveau tættere på centralkursen som følge af, at valutaindstrømningen ophørte.

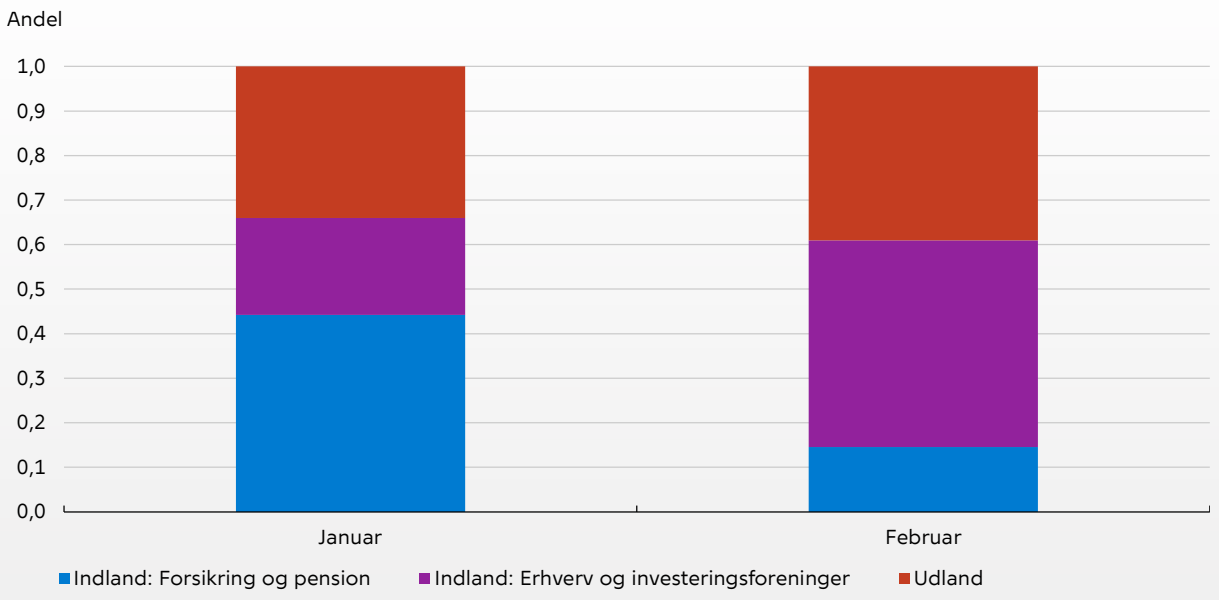
Den store efterspørgsel efter kroner kom fra flere sider. Udenlandske investorer stod i januar og februar for godt en tredjedel af det samlede nettokøb af danske kroner, jf. figur 2. Efterspørgslen afspejles både i deres terminsforretninger med banker og deres beholdning af værdipapirer i danske kroner. Den schweiziske beslutning om ikke længere at opretholde minimumsgrænsen for francen kan have fået nogle udenlandske investorer til at købe danske kroner i forventning om

Bankkunders køb af kroner og kronekursen over for euro Figur 1



Anm.: Venstre figur: Bankkunders løbende nettokøb af kroner som 3-måneders sum baseret på daglige data. Bankkunder omfatter indenlandske ikke-banker og udenlandske banker og ikke-banker. Seneste observation er 10. marts 2015.
Kilde: Danmarks Nationalbank og Thomson Reuters Eikon.

Kronekøb fordelt på bankers kundesegment Figur 2



Anm.: Tallene er baseret på indberetninger fra de syv mest aktive banker i valutamarkedet for kroner. Udlandet dækker over udenlandske investorer og banker.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

at opnå en gevinst, hvis fastkurspolitikken blev opgivet, og kronen efterfølgende steg i værdi. De udenlandske investorer bidrager til et opadgående pres på kronen, og en forventning om en styrkelse af kronen kan dermed blive selvforstærkende.

Indenlandske investorer og virksomheder stod for knap to tredjedele af valutaindstrømningen i januar og februar. En betydelig del af efterspørgslen efter danske kroner i januar afspejler F&P's øgede afdækning af valutakursrisiko ved køb af danske kroner på termin. I februar har de øvrige indenlandske aktører, særligt investeringsforeninger, bidraget væsentligt til kroneefterspørgslen. De indenlandske opkøb i både januar og februar kan primært henføres til afdækning af valutakursrisiko i euroaktiver og i mindre grad andre valutaer.

NATIONALBANKENS REAKTION

I dagene efter SNB's annoncering intervenerede Nationalbanken i valutamarkedet for at stabilisere kronekursen. Nationalbanken nedsatte med virkning fra 20. januar renten på udlån og indskudsbeviser med 0,15 procentpoint efter at have købt valuta mod salg af kroner. Senere samme uge nedsatte Nationalbanken igen indskudsbevisrenten med 0,15 procentpoint med effekt fra den 23. januar, efter at ECB havde annonceret en markant udvidelse af sit opkøbsprogram.

I den efterfølgende periode fortsatte den store kapitalindstrømning til Danmark og afledt heraf Nationalbankens køb af valuta, som i januar og februar samlet var 275 mia. kr. På den baggrund nedsatte Nationalbanken med effekt fra 30. januar indskudsbevisrenten med 0,15 procentpoint til -0,50 pct., og endelig blev indskudsbevisrenten nedsat med 0,25 procentpoint til -0,75 pct. med effekt fra 6. februar. Det er det hidtil laveste niveau for indskudsbevisrenten. De trinvise rentenedsættelser afspejler, at det i udgangspunktet ikke var muligt at forudsige hverken omfanget eller varigheden af valutaindstrømningen. Nationalbanken vurderede derfor løbende behovet for at intervenere i markedet og nedsætte renterne.

Nedsættelser af de pengepolitiske renter påvirker primært de korte markedsrenter. For at dæmme op for den fortsatte kapitalindstrømning til Danmark og dermed det opadgående pres på kronen var der imidlertid også et behov for at få de lange renter ned. På den baggrund besluttede

Nationalbankens pengepolitiske renter Tabel 1

	Indskudsbevisrente	Udlånsrente	Foliorente	Diskonto
Ultimo 2014	-0,05	0,20	0,00	0,00
Med virkning fra:				
20. januar 2015	-0,20	0,05	0,00	0,00
23. januar 2015	-0,35	0,05	0,00	0,00
30. januar 2015	-0,50	0,05	0,00	0,00
6. februar 2015	-0,75	0,05	0,00	0,00

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Finansministeriet efter indstilling fra Nationalbanken pr. 30. januar at stoppe med at udstede danske statsobligationer. Udstedelsesstoppet var muligt bl.a. som følge af et stort overskud på statsfinanserne i 2014, der betød, at salget af statsobligationer var større end finansieringsbehovet. Indeståendet på statens konto var 213 mia. kr. ved udgangen af 2014. Det vurderes at være betydeligt højere end nødvendigt.

Opkøbsprogrammer, som i fx euroområdet, øger efterspørgslen efter statsobligationer, mens stoppet for udstedelser reducerer udbuddet. Effekten er i begge tilfælde at presse obligationsrenterne ned. De samlede opkøb af obligationer under ECB's opkøbsprogrammer er planlagt til 60 mia. euro om måneden til og med september 2016, eller 1.140 mia. euro i alt. Det svarer til ca. 12 pct. af euroområdets BNP. Omsat til danske forhold ville det svare til et opkøbsprogram på ca. 220 mia. kr. Reduktionen i udbuddet af danske statsobligationer svarer til ca. en tredjedel heraf, hvis udstedelsesstoppet varer resten af året.

STOR VÆGT PÅ INTERVENTIONER

Samlet har Nationalbankens interventionsomfang været historisk stort, jf. figur 3. I januar blev der interveneret for 106 mia. kr. og for 169 mia. kr. i februar. Til sammenligning købte Nationalbanken valuta mod salg af kroner for omkring 91 mia. kr. i perioden juli 2011 – juli 2012, hvor statsgældskrisen i en række eurolande var på sit højeste. Omvendt solgte Nationalbanken valuta mod køb af kroner for samlet omkring 64 mia. kr. i september og oktober 2008, efter at Lehman Brothers gik konkurs, og finanskrisen eskalerede. Dermed overstiger interventionsomfanget de første to måneder af 2015 betydeligt tidligere perioder med pres på kronen.

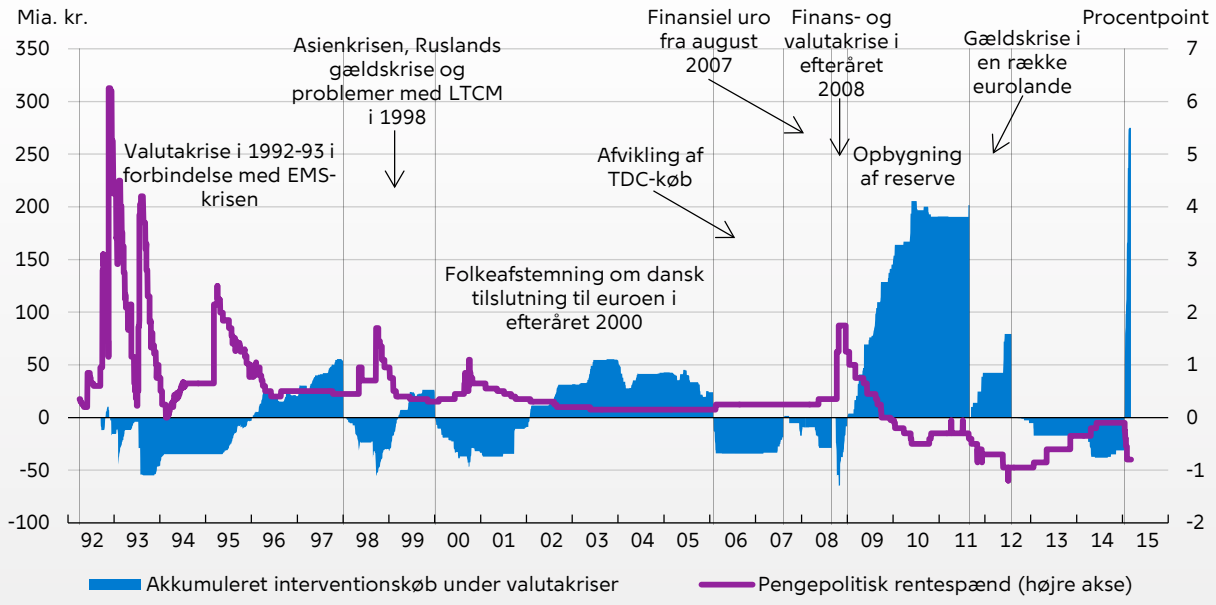
I den seneste periode med betydelig tendens til kronestyrkelse og meget lave pengepolitiske renter valgte Nationalbanken at intervenere for større beløb, inden den ændrede renterne, end det tidligere har været tilfældet. Det var især tilfældet i perioden efter den seneste rentenedsættelse med virkning fra 6. februar, hvor kronen er blevet holdt stabil udelukkende ved at intervenere i valutamarkedet.

Den større vægt på interventioner frem for renteændringer, sammenlignet med tidligere episoder med pres på kronen, skal bl.a. ses i lyset af, at kapitalbevægelserne var større end set tidligere. I en situation med opadgående pres på kronen kan Nationalbanken desuden sælge ubegrænsede mængder af kroner. Samtidig er der ingen øvre grænse for renten i en situation med kapitaludstrømning, mens der ikke er ubegrænsede muligheder for rentenedsættelser ved kapitalindstrømning.

Muligheden for i den nuværende situation at intervenere ubegrænset bevirker, at støtte fra ECB inden for rammerne af ERM2 ikke er relevant. Medlemskabet af ERM2 har traditionelt givet Danmark et ekstra sikkerhedsnet i situationer med pres på kronen. Fremadrettet er der grund til at tro, at perioder med uro på valutamarkedet oftere end hidtil vil give sig udslag i et opadrettet pres på kronen. Det skyldes, at Danmark fra at være en debitornation over de senere år har oparbejdet en betydelig udlandsformue.

Det meget lave danske renteniveau betyder, at Nationalbanken har et positivt afkast af den

Reserveudvikling under forskellige perioder siden 1992 Figur 3



Anm.: Rentespændet angiver forskellen mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's MRO-rente. Seneste observation er 10. marts 2015.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

øgede valutareserve. Det skyldes, at de euro, der købes ved valutaintervention, placeres til en højere rente end den rente, som Nationalbanken forrenter bankernes indskud af kroner med. Det understreger Nationalbankens gode muligheder for at imødegå et opadgående pres på kronen.

Nationalbankens forsøger via sit reaktionsmønster at gøre det omkostningsfuldt for investorer at spekulere mod fastkurspolitikken. Omkostningen kan deles op i en rente- og en valutaomkostning. Renteomkostningen afspejler, at investorerne ved en rente på indskudsbeviser på -0,75 pct. og tilsvarende lave pengemarkedsrenter får en dårligere forrentning af deres beholdning af kroner, end de får (betaler) i rente for indskud i andre valutaer. Den valutariske omkostning kommer i en situationen med tendens til kronestyrkelse til udtryk ved, at Nationalbanken gennem sine valutainterventioner ofte køber valuta af markedsdeltagerne mod kroner til en lavere kurs, end når valutaen på et senere tidspunkt sælges tilbage.

BANKERNES VALUTAPOSITIONER

Nationalbankens normale reaktionsmønster er velkendt af markedet. Ved et opadgående pres på kronen vil Nationalbankens første reaktion være at intervenere i valutamarkedet ved at sælge kroner mod valuta. Hvis intervention i valutamarkedet ikke stabiliserer kronekursen over for euro tilstrækkeligt, vil Nationalbanken nedsætte de pengepolitiske renter. Reaktionsmønstret kom til udtryk ved, at de korte pengemarkedsrenter var lavere end indskudsbevisrenten allerede inden Nationalbankens renteændringer. Det indikerer, at markedsdeltagerne forventede rentenedsættelser.

Nationalbankens velkendte reaktionsmønster bevirker, at banker i perioder med ro på valutamarkedet inden for visse grænser tager valutapositioner baseret på en forventning om, at Nationalbanken vil fastholde kronekursen inden for et snævert bånd omkring centralkursen. 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, hvis kronen er stærk. Bankernes villighed til at tage valutapositioner betyder, at de kan håndtere deres kunders køb og salg kroner mod valuta uden intervention fra Nationalbanken.

I den seneste periode har de danske banker ikke i samme grad som tidligere taget valutapositioner i forhold til Nationalbankens reaktionsmøn-

ster. Det er et mønster, som typisk ses i perioder med pres på kronen, hvor bankerne vælger at lukke deres egne positioner ned. Bankkundernes valutatransaktioner vil derfor i højere grad slå igennem på valutakursen og nødvendiggøre intervention fra Nationalbanken.

EFFEKTEN PÅ MARKEDERNE

Der har gennem hele perioden med pres på kronen været et klart gennemslag fra Nationalbankens pengepolitiske renter til pengemarkedsrenterne, hvor fx Cita-swaprenten har fulgt indskudsbevisrenten tæt, jf. figur 4. Ligeledes har spændet mellem de korte pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet fulgt det pengepolitiske spænd på sædvanlig vis i forbindelse med Nationalbankens rentenedsættelser. Der har dog været en tendens til, at spændet mellem de korte pengemarkedsrenter er reduceret allerede inden rentenedsættelserne. Det afspejler markedets forventninger til Nationalbankens reaktion[3].

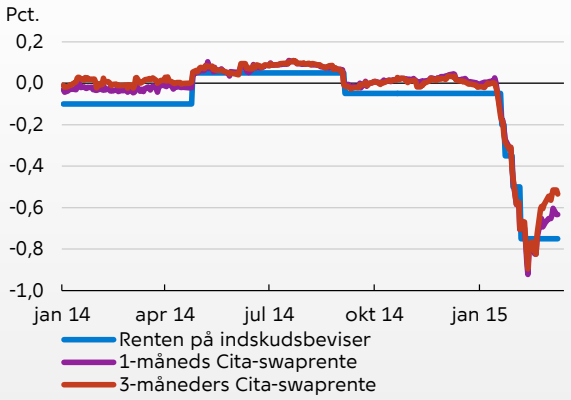
Det opadgående pres på kronen og det deraf øgede rentespænd til euroområdet medførte, at kursen på køb af euro mod kroner på termin faldt markant. Det betyder, at det blev dyrere at købe kroner på et fremtidigt tidspunkt. Omkostningerne ved på den måde at sikre sig mod en stigning i kronens kurs over for euro blev dermed øget. Den lavere terminskurs gør det således dyrere for investorer, der ønsker at afdække sig mod, eller positionere sig til, en kronestyrkelse.

Faldet i terminskursen betød, at det implicitte rentespænd fra FX swaps er faldet betydeligt mere end det pengepolitiske spænd, jf. figur 5.[4] Det lavere rentespænd fra FX swaps afspejler den store efterspørgsel efter at købe kroner mod euro på termin. Samtidig er markedet for valutatermin er i kroner begrænset af, at der kun er få udbydere, hvilket ligeledes kan drive afvigelsen mellem det implicitte rentespænd fra FX swaps og andre rentespænd. Dermed bliver især det implicitte rentespænd fra FX swaps påvirket af situationer med opadgående pres på kronen.

Renterne på danske statsobligationer faldt markant efter annonceringen af stoppet for udstedelser 30. januar, jf. figur 6. Forinden var renterne allerede faldet lidt – især i den korte ende. Det skal ses i lyset af, at markederne forventede, at det danske renteniveau forholdsvis hurtigt ville stige igen. Faldene var relateret til udviklingen i schweizerfrancen, ECB's annoncerede udvidelse af opkøbsprogrammet og Nationalbankens rentenedsættelser.

Spændet mellem de længere danske og tyske statsobligationsrenter var, trods de tre ensidige danske rentenedsættelser, svagt positivt frem til annonceringen af udstedelsesstoppet. Efter annonceringen faldt spændet for alle løbetider. Fra medio februar, da valutaindstrømningen aftog, steg de danske statsobligationsrenter. I begyndelsen af marts var spændet mellem den 10-årige danske og tyske rente omkring 0 procentpoint.

Danske pengemarkedsrenter Figur 4

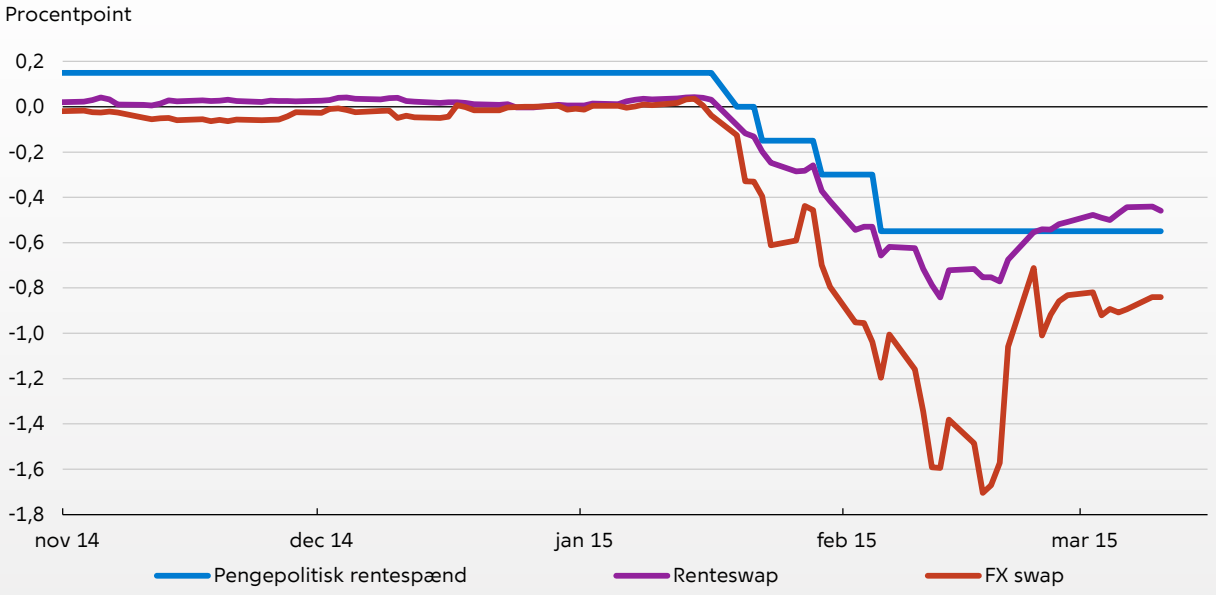


Anm.: Seneste observation er 10. marts 2015.
Kilde: Danmarks Nationalbank og Nordea Analytics.

3 Renten på renteswaps (fx Cita-swaps og Eonia-swaps) kan ses som et udtryk for forventningen til gennemsnittet af dag til dag-renten i swappens løbetid.

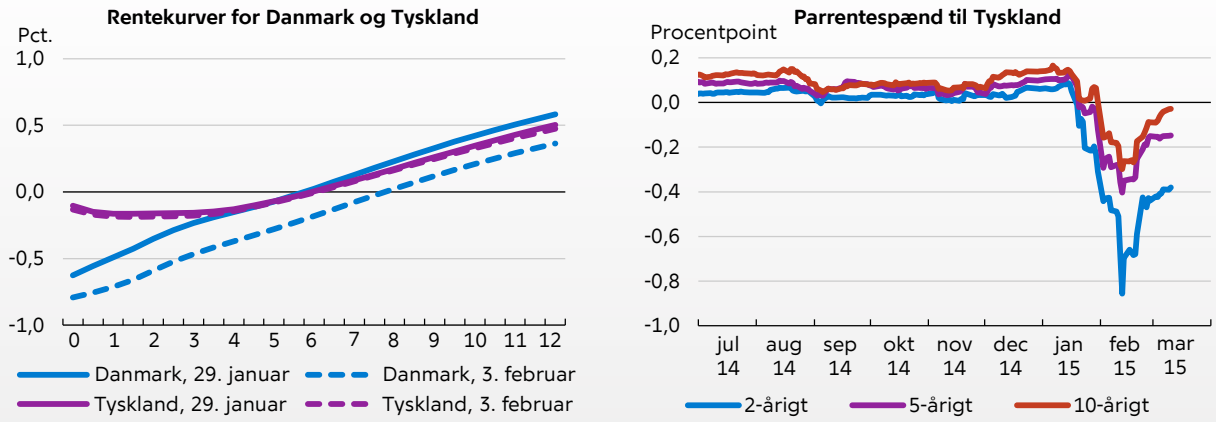
4 En FX swap er en aftale, hvor der samtidig indgås en spot- og en terminsforretning. I spotforretningen veksles euro til kroner til den gældende spotkurs, og i terminsforretningen veksles tilbage på et senere tidspunkt til en aftalt kurs.

3 måneders-rentespænd til euro Figur 5



Anm.: Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's rente på indlånsfaciliteten. Renteswap er forskellen mellem 3 måneders Eonia-swaprenten og Cita-swaprenten. FX swap er det implicitte 3-måneders rentespænd fra FX swaps og er et udtryk for omkostningen ved at låne kroner mod sikkerhed i euro. Seneste observation er 10. marts 2015
Kilde: Nordea Analytics, Thomson Reuters Datastream, ECB og Danmarks Nationalbank.

Statsrenter Figur 6



Anm.: Den vandrette akse i figuren til venstre viser løbetiden i år. Seneste observation i figuren til højre er 10. marts 2015.
Kilde: Nordea Analytics.

SAMSPILLET MELLEM INVESTORER OG BANKER

Indenlandske investorer, herunder F&P, kan benytte terminsmarkedet til at afdække valutakursrisiko. Herved kan de fx beholde eksisterende euroaktiver og afdække valutakursrisikoen ved at købe kroner på termin frem for at sælge deres beholdning af euroaktiver og købe kroneaktiver. I boks 1 er der et eksempel, som illustrerer det.

Det implicitte rentespænd fra FX swaps udgør en omkostning for indenlandske investorer, når de afdækker valutakursrisikoen ved at købe kroner på termin. Omkostningen kommer til udtryk ved,

at terminskursen er lavere end spotkursen. Det betyder, at investorerne får færre kroner for deres euro på det fremtidige tidspunkt. Omkostningen skal holdes op imod deres vurdering af risikoen for, at kronen styrkes. Dermed kan omkostningen ses som en forsikringspræmie mod en betydelig kronestyrkelse.

Indenlandske investorer vil typisk indgå deres terminsforretning med en bank. Antages det, at banken som udgangspunkt ikke ønsker at påtage sig en øget risiko, vil den afdække den valuta- og renterisiko, som terminsforretningen indebærer. Det kan den gøre ved at sælge euro og købe kroner med det samme (spot). Dermed har banken allerede de kroner, som skal gives videre til den indenlandske investor, når terminsforretningen udløber. Bankens spotafdækning synliggør, hvorfor indenlandske investorers afdækning af valuta-

Eksempler på afdækning af valutakursrisiko ved indgåelse af terminskontrakt

Boks 1

Nedenstående eksempel illustrerer, hvordan en pensionskasse kan afdække sin valutakursrisiko via en terminsforretning, og hvordan en bank har mulighed for at afdække den handel, som laves med pensionskassen.

Følgende antagelser benyttes i eksemplet[1]:
EUR/DKK spotkurs: 7,4440
EUR/DKK 3-måneders terminskurs: 7,4100
Årlig rente for lån af euro i 3 måneder: -0,20 pct.
Årlig rente for udlån af kroner i 3 måneder: -0,75 pct.

Pensionskassens afdækning af valutakursrisiko:
Pensionskassen antages at have en beholdning af euroaktiver. Ved anskaffelsen af euroaktiverne har pensionskassen købt euro mod salg af kroner og er derfor direkte eksponeret mod ændringer i kursen mellem euro og kroner. Hvis kroner styrkes relativt til euro, vil pensionskassen få relativt færre kroner tilbage ved et salg af euroaktivet og en efterfølgende omveksling fra euro til kroner. Da Nationalbanken fastholder kronekursen i et snævert bånd over for euro, vælger indenlandske investorer i stor udstrækning ikke at afdække valutakursrisikoen mod euro.

I tilfælde af, at der blandt nogle investorer opfattes en usikkerhed om, hvorvidt kronekursen styrkes betydeligt, kan pensionskassen ønske at afdække en del af sin valutakursrisiko mod euro. Det kan gøres ved at købe kroner mod salg af euro på et fremtidigt tidspunkt via indgåelse af en terminskontrakt. På den måde sikrer pensionskassen at kunne købe kroner og sælge euro til en bestemt kurs uafhængigt af kronekursens faktiske udvikling.

Omkostning for pensionskasse ved afdækning af valutakursrisiko

	Pct. p.a.
Afdækning via 3-måneders terminsforretning	-1,83

Bankens afdækning af risiko ved at indgå en terminskontrakt med pensionskassen:
Pensionskassen vil typisk indgå terminsforretningen med en bank. Antages det, at banken som udgangspunkt ikke ønsker at påtage sig en øget risiko, vil den afdække den valutakurs- og renterisiko, som terminsforretningen indebærer. Banken afdækker valutakursrisikoen ved at sælge euro og købe kroner med det samme (spot). Dermed har den allerede de kroner, som skal gives videre til pensionskassen ved terminsforretningens udløb.

Banken kan afdække renterisikoen ved at låne eurobeløbet og udlåne kronebeløbet i en periode svarende til løbetiden på terminsforretningen.

Gevinst for bank ved indgåelse af terminskontrakt med pensionskasse

	Pct. p.a.
Terminshandel, forskel mellem spot og 3-måneders terminskurs	1,83
Rente for lån af euro i 3 måneder	0,20
Rente for udlån af kroner i 3 måneder	-0,75
Total	1,28

1. Tallene tager udgangspunkt i renter og kurser fra torsdag den 19. februar. Tallene afspejler dog ikke nødvendigvis de kurser og renter, som henholdsvis indenlandske investorer og banker kunne handle til den pågældende dag.

kursrisiko via terminsmarkedet har direkte effekt på kronekursen.

Banken kan afdække renterisikoen ved at låne eurobeløbet og udlåne kronebeløbet i en periode svarende til løbetiden på terminsforretningen. Hvis rentespændet mellem bankens kroneudlån og dens eurolån er lavere end det implicitte rentespænd fra FX swaps, vil den have en positiv fortjeneste ved at indgå terminsforretningen. I den seneste periode med opadgående pres på kronen har det implicitte rentespænd fra FX swaps netop været lavere end tilsvarende rentespænd, jf. figur 5.

Bankerne har altså en potentiel fortjeneste ved at indgå og afdække terminsforretninger, på trods af at de kroner, som de holder, forrentes til negativ rente i Nationalbanken. Det er med til at illustrere bankernes mulighed for helt eller delvist at dække de direkte tab, der er ved at have kroner stående i Nationalbanken til negativ rente.

I en vis udstrækning kan bankerne lade den rente, de giver deres kunder, afspejle den rente, som bankerne modtager i Nationalbanken. De danske banker har dog undladt at indføre negativ rente på privatkunders indskud, men renterne på store erhvervsindskud, der forrentes på pengemarkedslignende vilkår, er ofte negative. Hvis renterne bliver meget negative i en længere periode, er der en risiko for, at den sondring kommer under pres. Markedet kan i stedet udvikle en praksis, som giver adgang til indlånskonti på privatkundevilkår. Endvidere er forrentningen af placering i kontanter altid nul. Disse forhold understreger, at der er en grænse for, hvor negative renterne kan blive.

LITTERATUR

Christensen, Anders Møller og Niels Lynggård Hansen (2015), What scope for monetary policy? Experience from the Nordic countries after the financial crisis, udgivet i Torben M. Andersen, U. Michael Bergman og Svend E. Hougaard Jensen (red.), *Reform capacity and macroeconomic performance in the Nordic countries*, Oxford University Press.

Danmarks Nationalbank (2009), *Pengepolitik i Danmark*, 3. udgave.

Det Økonomiske Råd (2009), *Dansk økonomi*, forår.

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.

Spange, Morten og Martin Wagner Toftdahl (2014), Fastkurspolitik i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.