

DANMARKS NATIONALBANK

11. MARTS 2021 — NR. 5

Teknisk tilpasning af de pengepolitiske instrumenter

- Nationalbanken indfører en entydig rente for indlån og en entydig rente for udlån og indsnævrer forskellen mellem de pengepolitiske renter.
- Tilpasningerne sikrer mere stabile pengemarkedsrenter og dermed en mere forudsigelig påvirkning af kronekursen.
- Ændringerne foretages ikke med henblik på at påvirke niveauet for pengemarkedsrenterne eller kronekursen.

Stabil kronekurs i over 30 år

Nationalbanken har holdt kronen stabil i over 30 år. Først over for den tyske D-mark og siden over for euroen.

For at kunne styre kronekursen er det afgørende, at der er en tæt sammenhæng mellem Nationalbankens renter og de danske pengemarkedsrenter, hvilket i fagtermer kaldes et højt pengepolitisk gennemslag. Det skyldes, at kronekursen i normale tider primært bestemmes af renteforskellen mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet (rentespændet). Rentespændet kan med et højt pengepolitisk gennemslag påvirkes ved, at Nationalbanken ændrer sine renter, uden at Den Europæiske Centralbank, ECB, foretager ændringer. Ændringer i rentespændet påvirker kronekursen, da markedsdeltagerne tilskyndes til at købe eller sælge danske kroner mod udenlandsk valuta. Dermed genskabes balancen mellem købere og sælgere af danske kroner.

Pengepolitiske renter i 00'erne

Op igennem 00'erne lå de pengepolitiske renter meget tæt på hinanden. Renten på indskudsbeviser og udlånsrenten var ens, mens foliorenten lå lidt under indskudsbevisrenten. Det gav et højt og stabilt gennemslag fra de pengepolitiske renter til pengemarkedsrenterne, uanset størrelsen og sammensætningen af bankernes ind- og udlån i Nationalbanken.

I forbindelse med finanskrisen blev der i 2009 indført et spænd mellem indskudsbevisrenten og udlånsrenten for at understøtte omsætningen på pengemarkedet og for at reducere en unødigt balanceoppustning, hvor bankerne på samme tid havde store lån og store indskud i Nationalbanken.

Indførelse af negativ rente i 2012

I 2012 indførte Nationalbanken negativ rente på indskudsbeviser, jf. boks 1. Det var ukendt farvand med betydelig usikkerhed om effekterne i samfundet og det finansielle system. Det stod heller ikke klart, om negative renter kun ville bestå kortvarigt. På den

Tilpasninger af de pengepolitiske instrumenter siden 10'erne

Boks 1

Negativ indlånsrente i forbindelse med den europæiske statsgældskrise i 2011-12

Den europæiske statsgældskrise udløste kraftig efterspørgsel efter danske kroner. Det styrkede kronen og fik Nationalbanken til at indføre negativ rente på indskudsbeviser på -0,2 pct. i juli 2012. Negative renter var ukendt farvand med stor usikkerhed om adfærdseffekterne både samfundsmæssigt og for det finansielle system. Derfor blev bankernes dag til dag-likviditet friholdt for negative renter ved at fastholde foliorenten på nul. Det betød, at de pengepolitiske indlånsrenter blev "vendt", da renten på indskudsbeviser modsat tidligere blev fastsat lavere end foliorenten.

Yderligere nedsættelse af indskudsbevisrenten i 2015 udvidede spændet til foliorenten

Kursloftet over schweizerfranc blev fjernet i januar 2015. Den efterfølgende markedsreaktion gav anledning til en kraftig efterspørgsel efter danske kroner. Nationalbanken reagerede ved at sælge kroner og nedsætte indskudsbevisrenten til -0,75 pct. Salget af kroner medførte en høj nettostilling¹, hvilket betød, at den toneangivende pengepolitiske rente var indskudsbevisrenten. Udvidelsen af spændet mellem folio- og indskudsbevisrenten skabte dog betydelige udsving

i de helt korte pengemarkedsrenter, se Pengemarkedet ved pres på kronen og negative renter² ([link](#)).

Indførelse af daglige markedsoperationer i 2017 reducerede store udsving i pengemarkedsrenterne

For at reducere udsvingene i de helt korte pengemarkedsrenter, som især udenlandske markedsdeltagere havde svært ved at forstå og agere i, blev bankernes samlede likviditet (folioindskud og indskudsbeviser) gjort tilgængelig på daglig basis ved, at Nationalbanken dagligt tilbød køb og salg af indskudsbeviser. Bankerne håndterede herefter udsving i deres daglige likviditet gennem køb og salg af indskudsbeviser, da det var billigere end tilpasning i folioindskud.

Indførelse af ekstraordinære udlån under covid-19-krisen i 2020

I marts 2020 blev en ekstraordinær udlånsfacilitet etableret for midlertidigt at øge de pengepolitiske modparters adgang til likviditet og finansiering på længere sigt. Nationalbanken indførte ekstraordinære 1 uges-udlån til en rente på -0,35 pct. samt 3 måneders-udlån med variabel rente, der fulgte renten på ekstraordinære 1 uges-udlån.

1. Nettostillingen viser bankernes samlede nettoindestående i Nationalbanken. Det vil sige bankernes samlede indestående fratrukket de pengepolitiske udlån.

2. Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, 2015.

baggrund blev bankernes daglige frie likviditet i form af folioindskud friholdt fra negative renter.

De negative renter blev ikke et kortvarigt fænomen, hverken i Danmark eller globalt. Den toneangivende indlånsrente i Nationalbanken er i dag betydeligt under nul, og i forbindelse med covid-19-krisen i marts 2020 blev der indført en midlertidig udlånsfacilitet med negativ rente.

Lavere pengepolitisk gennemslag

Resultatet af de historiske tilpasninger af de pengepolitiske instrumenter er, at Nationalbanken i dag har to forskellige indlånsrenter i form af foliorenten på 0 pct. og indskudsbevisrenten på -0,60 pct. samt to udlånsrenter, hvoraf den ene er midlertidig, jf. figur 1 (venstre). Der er i dag stor forskel på de to indlånsrenter, som ligger henholdsvis over og under den toneangivende ekstraordinære udlånsrente. Det betyder, at gennemslaget til pengemarkedsrenterne er lavere og mindre stabilt, da det i høj grad afhænger af bankernes brug af de pengepolitiske instrumenter og fordelingen af likviditeten mellem bankerne.

Hvis bankerne har en stor beholdning af indskudsbeviser, bestemmes renterne i pengemarkedet primært af indskudsbevisrenten. Det var tilfældet i hovedparten af 10'erne.

Når nettostillingen falder, kan det være nødvendigt for banksektoren at optage pengepolitiske lån for at sikre en tilstrækkelig mængde fri likviditet. Derudover udgør folioindskud en større andel af bankernes indlån. Det var tilfældet i perioden efter marts 2020, hvor nettostillingen faldt som følge af intervention i valutamarkedet. Det fik pengemarkedsrenterne til at bevæge sig op mod renten på ekstraordinære udlån, jf. figur 2.

Hvis nettostillingen bliver tilstrækkelig lav, er der risiko for, at pengemarkedsrenterne kan bevæge sig op over den ekstraordinære udlånsrente og i perioder nærme sig foliorenten på nul. Det skyldes, at bankernes folioindskud vil udgøre en meget stor andel af deres samlede indlån. Den situation kan opstå, hvis der sker et længerevarende fald i nettostillingen, men også ved kortvarige fald, fx som følge af forskydning af store statslige ind- og udbetalinger.

Tilpasningerne giver en entydig indlåns- og udlånsrente og indsnævrer forskellen mellem dem

Figur 1



Statens betalinger har vist sig vanskelige at forudsige i den ekstraordinære situation med covid-19.

Det pengepolitiske gennemslag styrkes

Det store udfaldsrum for de korte pengemarkedsrenter skaber usikkerhed om niveauet for pengemarkedsrenterne, hvilket er u hensigtsmæssigt i forhold til styringen af kronekursen.

For at opnå en bedre styring af kronekursen justeres de pengepolitiske instrumenter. Nationalbanken får en entydig indlånsrente, da foliorenten og indskudsbevisrenten sættes lig hinanden. Ekstraordinære 1 uges-udlån afskaffes, så der fremover er en entydig pengepolitisk udlånsrente.¹ Derudover indsnævres forskellen mellem indlåns- og udlånsrenten for at sikre et stabilt gennemslag til pengemarkedsrenterne, uanset størrelsen og sammensætningen af bankernes indlån og udlån i Nationalbanken. Det stabile gennemslag vil også gøre sig gældende, i det tilfælde at det generelle renteniveau bliver positivt igen.

Markedsneutral tilpasning af renterne

Tilpasningerne af de pengepolitiske instrumenter indføres i en periode uden behov for pengepolitiske ændringer. Derfor fastsættes de pengepolitiske renter, med henblik på at pengemarkedsrenterne og kronekursen ikke påvirkes. På den baggrund

fastsættes foliorenten og indskudsbevisrenten til -0,50 pct., og udlånsrenten fastsættes til -0,35 pct. Renteforskellen indsnævres således til 0,15 pct. Det sikrer begrænsede udsving i pengemarkedsrenterne, samtidig med at der fastholdes et incitament til omsætning på pengemarkedet.

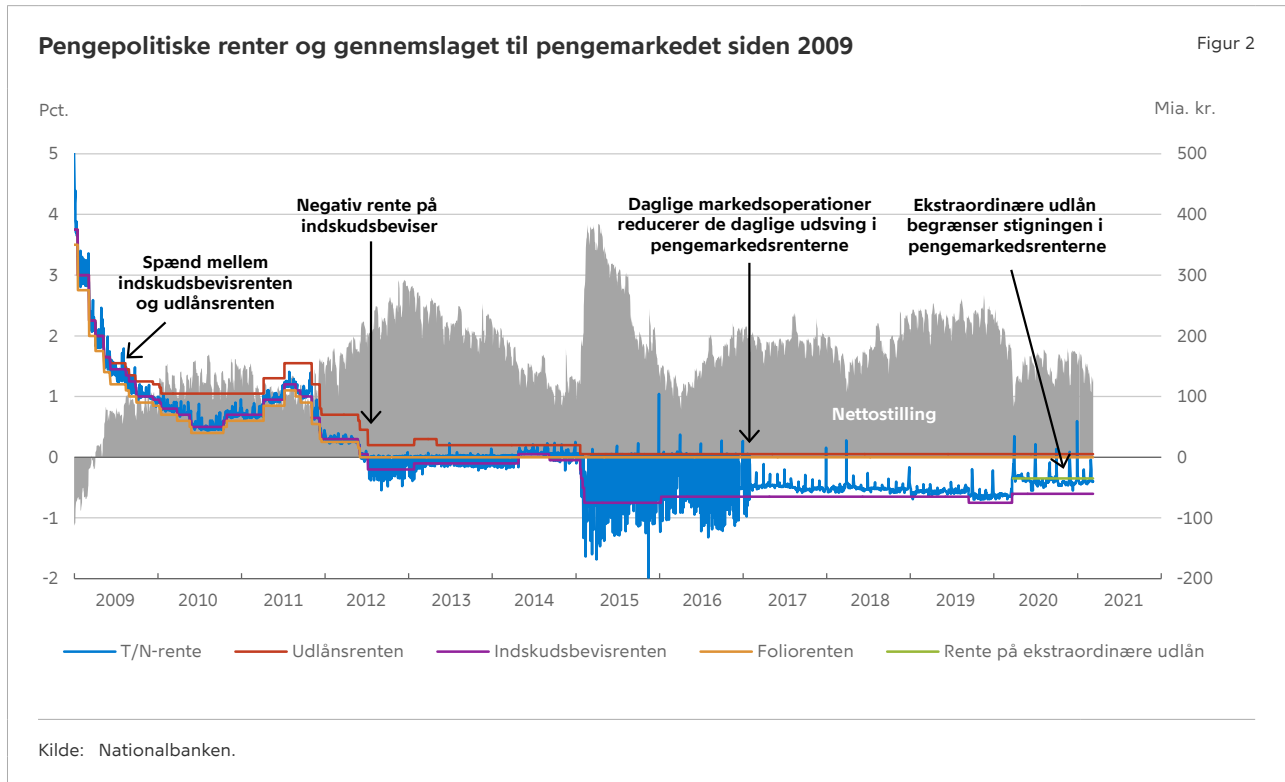
Banksektorens indestående i Nationalbanken friholdes ikke længere delvist for negative renter. Tilpasningerne medfører samlet set ikke nogen væsentlig omkostning for banksektoren. Det skyldes, at en lille del af bankernes indestående tidligere blev forrentet til 0 pct., mens hovedparten blev forrentet til -0,60 pct. Forrentningen af bankernes indestående i Nationalbanken ændres nu til -0,50 pct.

Loftet over indeståendet på foliokonti fjernes

Fjernelsen af loftet over indeståendet på foliokonti betyder, at bankerne kan placere deres samlede indestående i Nationalbanken på foliokonti. Dermed er det ikke længere nødvendigt dagligt at købe eller sælge indskudsbeviser for at tilpasse likviditeten. På den baggrund udfases daglige markedsoperationer efter en overgangsperiode.

Ligesom under perioden med daglige markedsoperationer har bankerne råderet over deres samlede indestående i Nationalbanken på daglig basis.

¹ Ekstraordinære 3 måneders-udlån udbydes fortsat, men forrentes fremover med udlånsrenten.



UDGIVELSER



NYT

Nyt giver et hurtigt og tilgængeligt indblik i en Analyse, et Economic Memo, et Working Paper eller en Rapport fra Nationalbanken. Nyt udkommer løbende.



ANALYSE

Nationalbankens Analyseserie har fokus på økonomiske og finansielle forhold. Nogle af analyserne udkommer med fast frekvens, fx *Udsigter for dansk økonomi* og *Finansiel stabilitet*, der begge udkommer halvårligt. Andre analyser udkommer løbende.



RAPPORT

Nationalbankens Rapportserie er tilbagevendende rapporter og beretninger om Nationalbankens virke. Det er fx *Årsrapport* og *Statens låntagning og gæld*.



ECONOMIC MEMO

Economic Memo er en mellemting mellem en Analyse og et Working Paper og viser ofte forfatterens igangværende analysearbejde. Serien henvender sig primært til fagpersoner. Economic Memo udkommer løbende.



WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde udført af ansatte i Nationalbanken og samarbejdspartnere. Serien henvender sig primært til fagpersoner og folk med interesse for den akademiske tilgang. Working Paper udkommer løbende.

Analysen består af en dansk og engelsk version.
I tilfælde af tvivl om oversættelsens korrekthed gælder den danske version.

DANMARKS NATIONALBANK
LANGELINIE ALLÉ 47
2100 KØBENHAVN Ø
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
11. marts 2021



DANMARKS
NATIONALBANK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION