

Udviklingstendenser i centralbankernes likvikitetsstyring

Michael Fuchs

Danmarks Nationalbank

SUMMARY: This article and the accompanying tables give a summary and comparison of central bank liquidity management techniques in a number of Western countries. The main conclusion is that in the 1980's less emphasis is being placed on instruments of a quantitative character and more emphasis on direct market intervention often using a selection of instruments of shorter maturity. This development is seen as a consequence of greater financial integration and exchange rate uncertainty, where central banks' autonomy in conducting monetary policy can be severely reduced. Communication of differentiated policy intentions to the financial markets and the perception of changing market sentiment require constant, close contact with market participants.

Indledning

I de senere år har to hovedstrømninger gjort sig gældende på kapitalmarkederne i de fleste vestlige økonomier. Dels har kapitalmarkederne været under kraftig påvirkning af integrationsprocessen de nationale markeder imellem, dels har de pengepolitiske myndigheder lagt større vægt på markedsmæssige styringsinstrumenter. En lang række restriktioner af mere kvantitativ karakter er blevet afviklet eller lempet – både for så vidt angår kreditformidlingen på de enkelte nationale markeder og kapitalbevægelserne disse markeder imellem. Effekterne af disse ændringer har været så gennemgribende, at de ikke kan opsummeres i én artikel. Formålet med nærværende artikel er således mere begrænset at se på, hvilken indflydelse integrationsprocessen og den ændrede instrumentanvendelse har haft for centralbankernes styring af den indenlandske likviditetsudvikling og renteutvikling.

Nærværende artikel, som er baseret på en række nyere studier af udviklingen i likviditetsstyringen i et antal lande, er et forsøg på dels at systematisere udviklingen i centralbankens instrumentvalg, dels at vurdere hvilke fordele og ulemper, der er forbundet med anvendelse af de enkelte instrumenttyper, givet den ændrede status for centralbankernes likviditetsstyring.

Kolleger i Nationalbanken takkes for kommentarer. Artiklens synspunkter er dog ikke nødvendigvis sammenfaldende med Danmarks Nationalbanks.

Udviklingstendenser i centralbankernes likviktetsstyring

Michael Fuchs

Danmarks Nationalbank

SUMMARY: This article and the accompanying tables give a summary and comparison of central bank liquidity management techniques in a number of Western countries. The main conclusion is that in the 1980's less emphasis is being placed on instruments of a quantitative character and more emphasis on direct market intervention often using a selection of instruments of shorter maturity. This development is seen as a consequence of greater financial integration and exchange rate uncertainty, where central banks' autonomy in conducting monetary policy can be severely reduced. Communication of differentiated policy intentions to the financial markets and the perception of changing market sentiment require constant, close contact with market participants.

Indledning

I de senere år har to hovedstrømninger gjort sig gældende på kapitalmarkederne i de fleste vestlige økonomier. Dels har kapitalmarkederne været under kraftig påvirkning af integrationsprocessen de nationale markeder imellem, dels har de pengepolitiske myndigheder lagt større vægt på markedsmæssige styringsinstrumenter. En lang række restriktioner af mere kvantitativ karakter er blevet afviklet eller lempet – både for så vidt angår kreditformidlingen på de enkelte nationale markeder og kapitalbevægelserne disse markeder imellem. Effekterne af disse ændringer har været så gennemgribende, at de ikke kan opsummeres i én artikel. Formålet med nærværende artikel er således mere begrænset at se på, hvilken indflydelse integrationsprocessen og den ændrede instrumentanvendelse har haft for centralbankernes styring af den indenlandske likviditetsudvikling og renteutvikling.

Nærværende artikel, som er baseret på en række nyere studier af udviklingen i likviditetsstyringen i et antal lande, er et forsøg på dels at systematisere udviklingen i centralbankens instrumentvalg, dels at vurdere hvilke fordele og ulemper, der er forbundet med anvendelse af de enkelte instrumenttyper, givet den ændrede status for centralbankernes likviditetsstyring.

Kolleger i Nationalbanken takkes for kommentarer. Artiklens synspunkter er dog ikke nødvendigvis sammenfaldende med Danmarks Nationalbanks.

Nogle bemærkninger vedrørende tabeloversigten

I de vedføjede tabeloversigter gives et resumé af de pengepolitiske instrumenter, der anvendes i 13 lande¹⁾. Formålet med tabellerne er at præsentere på en overskuelig måde den landespecifikke institutionelle baggrund, der ligger til grund for artiklens hovedtemaer. Tabel 1 er organiseret således, at instrumenter er kategoriseret under overskrifterne:

- A. *Markedsoperationer*, som i de lande, hvor de anvendes, i hovedsagen føres i statspapirer.
- B. *Lombard eller discount faciliteter*, som giver en *automatisk* låneadgang mod sikkerhed i værdipapirer normalt rationeret f.eks. i forhold til det enkelte pengeinstituts egenkapital. Herudover omfatter gruppen lånetrancher og lignende, hvor der ikke stilles sikkerhed.
- C. *Lån mod anden form for sikkerhed* omfattende f.eks. handelsveksler – i denne kategori er låneadgangen oftest ikke sikret på forhånd, og der stilles altid krav om sikkerhed.
- D. *Repurchase agreements* – samtidig indgåelse af aftale om salg/køb af værdipapirer og genkøb/gensalg på et senere tidspunkt – som giver mulighed for (a) at tilpasse likviditetseffekten præcis til den ønskede løbetid, (b) at »skabe« værdipapirsikkerhed med skræddersyede løbetider ofte betragteligt kortere end på de almindelige værdipapir- eller bevismarkeder.
- E. *Valutaswaps*, hvis likviditetseffekt på mange måder ligner likviditetsvirkningen af repurchase agreements, idet der på en og samme tid indgås aftale om salg/køb af valuta og genkøb/gensalg på termin.
- F. *Direkte (usikret) pengemarkedsintervention*.

Rangordning A. til F. følger under normale omstændigheder løbetiden for de respektive likviditetspåvirkende instrumenter. Her kan der ikke gives nogen klar afgrænsning, men normalt vil myndighederne anvende D., E. eller F. med det formål at stabilisere den helt korte rente (dag-til-dag), mens A., B. og C. reserveres til kompensation for sæsonmæssige, længere varende likviditetspåvirkninger.

Tabel 2 giver en oversigt over anvendelsen af reservekrav, som i visse – forholdsvis få – lande fortsat indgår som en integreret del af styringen af den samlede kreditudvidelse. I de fleste lande, hvor reservekrav anvendes, har de fortsat den funktion (centralt set fra en likviditetsstyringsvinkel) at tilvejebringe en »pulje«, over hvilken det enkelte pengeinstitut kan udligne kortsigtede likviditetsudsving, idet reservekravet blot

1. Hovedkilden til tabeloversigten er et studium offentliggjort af Bank for International Settlements (1986). Herudover er bl.a. anvendt Bingham (1985).

skal være opfyldt som gennemsnit over en periode (f.eks. en måned). Endelig anføres i tabel 2 en række landespecifikke betragtninger vedrørende forhold, der kan have påvirket det enkelte lands instrumentvalg.

Til instrumenttyperne (A. til F.) er der endvidere – hvor muligt/relevant – anført en rangordning af instrumenterne. Denne rangordning er udformet således, at det instrument, som umiddelbart synes »at tage de største stod« ved likviditetsændringer, får første placering. Det forhold, at der f.eks. i Tyskland sker en betydelig likviditetstilførsel i form af diskontering af Bundesbank-beviser, anses som mindre væsentligt i den kortsigtede likviditetsstyring (belåningsomfanget er forholdsvis stabilt) end den stærkt voksende anvendelse af repurchase agreements, som opfanger størsteparten af likviditetsudsvingene.

Oversigt over anvendelsen af de enkelte instrumenttyper

Med udgangspunkt i tabeloversigterne analyseres nedenfor udviklingstendenserne i instrumenttilpasningen. Gennemgangen er opbygget over erfaringer relateret til hvert enkelt instrument.

1. Reservekravenes rolle

Det er kun et fåtal af lande, der i dag anvender reservekrav som aktivt middel i bestemmelsen af kredittilførslen – reservekravenes klassiske rolle (jfr. tabel 2). I begyndelsen af 70'erne forsøgte en række centralbanker (bl.a. i Tyskland, Schweiz og Japan) at modgå effekten af kapitaltilstrømning/kapitalflugt ved øgede/sænkede reservekravniveauer. Udviklingen i de senere år har ikke sandsynliggjort, at reservekrav genoptages i det centrale pengepolitiske instrumentarium. Dette skyldes både det forhold, at anvendelse af pengepolitikken til opnåelse af valutamålsætninger (også i de større »autonome« økonomier) har fået større betydning, men i lige så høj grad ændringer i strukturelle forhold på kapitalmarkederne. Liberaliseringen af valutabestemmelserne og større international finansiel integration (afspejlet i Euromarkedernes kraftige vækst og introduktionen af en række nye instrumenttyper bl.a. med det formål at smidiggøre afdækningen af valutakursrisici) har medført, at omgåelsen af reservekrav gennem innovationer nærmest er institutionaliseret. Ved forhøjelse af beskatningsselementet (lav- eller nulforrentede reserver) stiger incitamentet til omgåelse, og det er kun et spørgsmål om tid, før den pengepolitiske effekt modereres og eventuelt udhules.

En nærmere diskussion af reservekravenes virkemåde (og virkningsløshed) ligger uden for rammerne af nærværende oversigt. Det væsentlige er her at påpege, at de fleste lande har bibeholdt reservekravene – ikke som redskab i styringen af kredittilførslen, men som system til opfangning af helt kortsigtede likviditetsudsving. Disse likviditetsfluktuationer opfanges af selve beregningen af reserveopfyldelsen, som nor-

malt er baseret på en gennemsnitsbetragtning: kravene skal kun opfyldes i gennemsnit over f.eks. en måned, og der gives mulighed for »modregning« af reserveoverskud/underskud. Følgende lande anvender reservekrav som led i likviditetsudjævnin-gen: Canada, Tyskland, Japan, Sverige og USA. Andre lande (Holland, Belgien, Eng-land og Schweiz) har helt opgivet at anvende reservekrav også som aktivt led i likvi-ditetspåvirkningen.

De lande, der fortsat anvender reservekrav, har foretaget en række modifikationer til effektivisering af kravenes virkemåde. Beskatningselementet er nedsat ved betaling af en vis forrentning på de bundne midler (normalt dog under markedsrenten). Også i de lande, der opretholder forholdsvis høje reserveprocenter som led i reguleringen af kredittilførsel – som f.eks. Spanien og Italien – har dette mildnet kravenes byrde. De fleste lande har på den ene side foretaget en udvidelse af dækningen af de finansielle institutioner og de indskudsformer, der er reservepligtige, og på den anden side mindsket differentieringen af kravene på forskellige indskudstyper (som tidligere ofte varieredes efter indskudenes likviditet). Baggrunden herfor er dels, at forskellen mel-lem indskudsformer i høj grad er udvisket i de senere år gennem introduktionen af nye instrumenttyper (mest iøjnefaldende for USA's vedkommende i form af NOW's og MMDA's), dels at man fra centralbankernes side ikke ønsker at beskatte »banker-ne«, mens andre institutioner udførende nærmest de samme funktioner (muligvis bl.a. med det formål for øje at undgå reservebestemmelserne) ikke er udsat for »beskat-ning«.

Med disse modifikationer bliver reservekrav i stigende grad brugt som likviditetsre-gulator – en likviditetspulje som pengeinstitutterne selv må trække på. Likviditetsud-jævningshensynet er kommet i fokus, men normalt således at kravene kun ændres lej-lighedsvis og ikke ændres hyppigt af myndighederne. De er så at sige »kulissefigu-rer« i den kortsigtede likviditetspåvirkning.

2. Tranchesystemer

Stort set samme funktion opfyldes af en anden hovedgruppe af instrumenter – dis-konteringskvoter eller lånerammesystemer (– kan være rubriceret under B., C. E. i tabel 1). Disse ordninger, som opererer på pengeinstitutternes passivside, er ligesom for reservekravenes vedkommende forbundet med en betydelig grad af automatisk lik-viditetsudjævning og bliver kun reguleret lejlighedsvis. Kvotudmålte systemer, nor-malt defineret i forhold til det enkelte pengeinstituts egenkapital, anvendes i Østrig, Belgien, Italien, Holland, Sverige og Tyskland. Alle lande har indrettet systemer, som tillader en vis udjævning af likviditetspåvirkningen over tid (i lighed med tranchesys-temet, som anvendtes i Danmark indtil 1985). Sverige er blandt de lande, der stadig-væk lægger betydelig vægt på tranchesystemer til likviditetsstyringsformål. En reform i

december 1985 øgede antallet af trapper i kvotesystemet og var medvirkende til at skabe øget bevægelighed i den korte pengemarkedsrente²⁾.

Der er flere årsager til, at anvendelsen af tranche- eller kvotesystemerne generelt har fået en mere tilbagetrukket rolle i de senere år. For det første har kun en på forhånd defineret (under)gruppe af finansielle institutioner adgang til sådanne systemer. Når lånemuligheden er trancheinddelt, foregår i hvert fald en del af låntagningen til en rente, der er lavere end pengemarkedsrenten. Med de seneste års stigende integration af finansielle markeder og kraftig udvikling af de korte pengemarkeder forekom særadgangen til lån i centralbanken forbeholdt én kategori af markedsdeltagere i stigende grad »diskriminatorisk«. I forlængelse heraf forekom det, for det andet, med den tiltagende effektivisering af de korte markeder i stigende grad uheldigt, at diskonteringer (normalt med sikkerhed i visse korte værdipapirtyper) kunne komme til at påvirke kursdannelsen på de belånbare papirer, idet disse papirer udgjorde en særlig stor andel af de private pengeinstitutters balancer.

For det tredje – og nok så væsentligt i et »regimeskifte«, som synes i høj grad at have en tættere styring af den korte rente som hovedmål – kunne låneramme/diskonteringskvoter m.v. kun ændres lejlighedsvis med det resultat, at ændringer er forbundet med en betydelig signaleffekt. Med den stigende internationale integration på de finansielle markeder er det vanskeligt at forudsige likviditetsudviklingen over en ramme- eller kvoteperiode med den nøjagtighed, der ville være nødvendig, givet ønsket om, at pengemarkedsrenten først og fremmest skal tilpasses af hensyn til valutakursen/kapitalbevægelser.

3. Markedsbaseret intervention

(i) *Fordele ved markedsintervention.* En større grad af præcision og sikkerhed vedrørende bestemmelsen af den korte rente kan alene opnås ved direkte markedsintervention. Et system med reservekrav, lånerammer eller lignende, hvor bestemmelserne løbende ændres, kan bevirke, at den korte rente holdes i en temmelig kort snor, men jo finere denne form for styring bliver, jo sværere bliver det at forstå eksistensberettigelsen for den kvantitative udmåling af pengeinstitutternes reservekrav/låneadgang m.v. Da ændringer i den kvantitative udmåling af pengeinstitutternes låneadgang, reservekrav m.v. er forbundet med ganske kraftige signalvirkninger, bliver disse normalt kun foretaget lejlighedsvis eller som »last resort«. Af denne grund er sådanne systemer i praksis forbundet med en betydelig stokastik i niveauet for den korte rente sammenlignet med en situation, hvor der løbende interverneres på det korte marked.

2. Jfr. Englund (1986) med kommentar af Lybeck (1986). Det svenske eksperiment omtales nærmere i Fuchs (1986).

Baggrunden for større anvendelse af markedsintervention er, for det første, større integration af de finansielle markeder – dette har bl.a. vist sig i form af en kraftig effektivisering af likviditetsstyringsredskaberne (tilvejebragt gennem bl.a. større anvendelse af teleredskaber) både hos pengeinstitutter og hos andre finansielle institutioner, store og mellemstore virksomheder m.fl.

En anden fordel med den direkte markedsintervention er, at centralbanken i højere grad kan optræde på markedet på lige fod med andre markedsdeltagere – »banalisere« sin tilstedeværelse på markedet. På den anden side skal dette hensyn ikke overvurderes – alene centralbankens tilstedeværelse som modtager/tilvejebringer af midler for ganske beskedne beløb inden for en eller visse bestemte løbetider vil normalt betyde, at markedsdeltagerne inden for ganske kort tid er bekendt med centralbankens »holdning«. På den anden side er fordelene ved markedsintervention snarere, at centralbanken kan kommunikere smidigt med markedet – små »vink« (rentebevægelser af meget begrænset størrelse, af f.eks. 1/16 pct.) bliver opfattet af markedet umiddelbart, og der kan differentieres ganske fint med hensyn til løbetid. Der er med andre ord tale om en meget fint og fleksibelt virkende likviditetspåvirkning.

(ii) *Krav til markedet og interventionsinstrument.* Neutraliseringen af likviditetseffekterne af f.eks. statslig over- eller underfinansiering, kapitalbevægelser til og fra udlandet m.v. stiller ganske store krav til dybden af det marked, hvori neutraliseringen foregår og til instrumenternes indretning. Strukturæssige vanskeligheder vedrørende markedsdybde oplevedes eksempelvis i England, hvor man indtil efteråret 1985 kombinerede likviditetstilpasning hovedsagelig i form af køb og salg af trade-bills (løbetider op til 91 dage) med en betydelig overfunding af statens lånebehov³.

Blandt de gennemgående forhold, der spiller en central rolle ved tilrettelæggelse af den direkte markedsintervention, er behov for en betydelig grad af koordinering mellem likviditetsstyring og statens finansiering. På dette område er der betydelige institutionelle forskelle mellem landene. Som tilkendegivet i landeoversigten (under de »landespecifikke bemærkninger« i Tabel 2), har de fleste lande en målsætning om, at statsfinansieringen skal »hvile i sig selv« over en vis periode. Forvaltningen af en sådan målsætning bliver normalt ikke opfattet anderledes, end at statens finansiering skal kunne tilrettelægges fleksibelt. Kutyme varierer mellem landene med hensyn til, om staten har konti i første omgang hos de private pengeinstitutter (f.eks. USA) eller hos centralbanken (UK) eller en blanding af begge (Canada). Dog viser det sig, at der i et system som det amerikanske alligevel kan konstateres, at der er store problemer med

3. For en nærmere beskrivelse af den tekniske udformning af pengemarkedsinstrumenter i UK jfr. Hall (1986).

at forudsige ind- og udbetalingstidspunkterne for overførsler mellem Treasury's konti hos de private pengeinstitutter og hos Federal Reserve systemet. Herudover måtte et system som det amerikanske alt andet lige være dyrt for staten, da det implicerer en vis løbende overfunding af det statslige underskud.

Den anden hovedgruppe af erfaringer, der kan drages vedrørende direkte markedsintervention er, at der stilles krav til et forholdsvis velfungerende kort marked. Med det formål at skabe dybere markeder og dermed at lette overgangen til større anvendelse af markedsintervention har centralbankerne – afhængig af de institutionelle rammer, hvori de arbejder – foretaget mere eller mindre eksplicitte skridt i retning af at videreudbygge de korte markeder dels gennem en større koordinering af likviditets- og statsgældspolitikken, dels gennem større anvendelse af nye instrumenttyper til likviditetsudjævning, her først og fremmest »repurchase agreements«.

Som led i den første gruppe af tiltag – koordinering af statsgældspolitikken og likviditetspolitikken – har der været tre mulige indgange: tæt koordinering mellem stat og centralbank (eksempelvis har man i Italien udstedt statsgældsbeviser som eksplicit led i likviditetsstyring), en klar juridisk adskillelse mellem statens finansieringsforpligtelser og likviditetsstyring, men opvejet af at centralbanken selv har skullet udstede beviser med kort løbetid (f.eks. Tyskland), og sidst en betydelig grad af tilpasning af de instrumenter, der anvendes i statsgældspolitikken (terminer/løbetider m.v.) af hensyn til ind- og udbetalinger til og fra staten (f.eks. UK). Alle tre tilpasninger har nærmest naturgivne *begrænsninger*, idet det både er svært at acceptere for kort en statslig finansiering (af hensyn til gældens refinansiering, renterisiko m.v.), og (bl.a. grundet de rentemæssige omkostninger for centralbanken) et centralbankbevismarked ud over en vis størrelse. En smidigere tilrettelæggelse af statens finansiering er altid ønskelig, men kan af sig selv ikke forhindre uforudsete likviditetsudsving.

Større anvendelse af markedsintervention har derfor i de fleste lande i oversigten været uløseligt forbundet med større anvendelse af nye instrumenttyper med korte løbetider. De fleste centralbanker har ønsket at holde sig fra at intervenere i markeder med længere løbetider end ca. 3 måneder som led i likviditetsstyringen. Grundet de relativt kraftige kursændringer, som forårsages af små renteændringer på værdipapirmarkeder med længere løbetider, kræves en forholdsvis stor kapitalindsats for at modgå tendenser til renteændringer. Alt andet lige har dette dæmpet centralbankernes lyst til at engagere sig på de længere markeder og indebåret, at påvirkningen af renten på de korte markeder betragtes som hovedinstrument ved overgangen til markedsintervention.

(iii) *Repurchase agreements*. Som instrument falder repurchase agreements (»repos«) mellem direkte køb og salg af værdipapirer på den ene side og lånetagning i

centralbanken på den anden side. Ved indgåelse af en aftale om køb (salg) af et papir indgår centralbanken samtidig en aftale om gensalg (genkøb) til en på forhånd aftalt dato og pris og overtager således ikke renterisikoen på det underliggende papir. Likviditeten kan hermed reguleres ganske nøje fra dag til dag og uge til uge, eventuelt måned til måned alt afhængig af løbetiden på repo-aftalen, uden at kurserne på de underliggende papirer direkte påvirkes. Interventionen gøres uafhængig af dybden i de udestående papirer på markedet med tilsvarende (rest)løbetid. Man skaber så at sige efter behov et marked i den ønskede løbetid.

Der kunne indvendes mod repo-systemet, at der lige så godt kunne interveneres direkte enten i et eksisterende marked (f.eks. C.D.'s eller handelsveksler) eller over selve pengemarkedet. Ingen af disse løsninger udelukker for så vidt hinanden. Overgangen til markedsintervention som likviditetsstyringsmekanisme har nærmest været betinget af udbygningen af aktive markeder med korte løbetider. De implicitte rentevilkår i en centralbanks repo-aftale kunne mod hensigten virke destabiliserende, hvis der ikke på forhånd var et marked, hvor likviditetsplaceringer med løbetider svarende til repoaftalens løbetid kunne aflæses. Som nævnt har markederne for C.D.'s og papirtyper med tilsvarende korte løbetider været i kraftig vækst i de senere år i de fleste lande. Ved direkte køb og salg af sådanne papirer løber centralbanken imidlertid den risiko, at man »løber tør« af visse løbetider – d.v.s. ligesom i tilfælde ved låneadgang med sikkerhed i visse værdipapirtyper kommer centralbanken til at engagere sig for så stor en markedsandel, at den uønsket kommer til at dominere prisdannelsen. Dette kan kun undgås ved at udvide bredden af den værdipapirtype, der kan figurere som interventionsinstrument⁴.

Alternativt kunne centralbanken regulere likviditetsforholdene ved direkte pengemarkedsintervention. Som det fremgår af oversigten, er det imidlertid kun et fåtal af lande, der bruger netop denne form for likviditetsregulering og (med undtagelse af Holland) anvendes den normalt kun på en dag-til-dag basis. Direkte pengemarkedsintervention vanskeliggøres i en række lande af, at pengeinstitutterne ikke stiller sikkerhed for låntagningen i centralbanken. Når direkte pengemarkedsintervention når op over en vis andel af de samlede pengeinstitutters egenkapital, ligger der i centralbankerne en vis frygt for, at pengeinstitutterne kan komme til at betragte likviditetsstøtten som »naturgiven stødpude« og indrette f.eks. deres fondsoperationer derefter. Hvis dette bliver tilfældet, kan en kraftig stramning i likviditetsforholdene, som centralbanken ikke har til hensigt at neutralisere gennem øget centralbanklångivning over pengemarkedet til en uændret rente (f.eks. valutakrise) resultere i manglende be-

4. Denne type overvejelse har f.eks. gjort sig gældende i Tyskland i de senere år, jfr. Bundesbank Monatsbericht (1985).

talingsevne hos visse pengeinstitutter, som er »overrasket« i deres fondsoperationer og har anvendt pengemarkedslån til løbetidstransformation. Under disse forhold måtte centralbanken træde til med likviditetsstøtte til de pågældende pengeinstitutter eller »lade stå til«, mens likviditetsforholdene trækker de nødlidende pengeinstitutter med sig ned. Her vil der dog i princippet være tale om samme type renterisiko, som i almindelighed gør sig gældende, når fastforrentede aktiver finansieres med variabelt forrentede passiver. Disse betragtninger er således mere eller mindre relevante i de enkelte lande afhængig af institutionelle forhold (bl.a. centralbankernes adgang til at give usikrede lån til pengeinstitutterne), størrelsen af de egenkapitalkrav pengeinstitutterne stilles overfor, i hvilken grad der anvendes indskudsforsikringsordninger til beskyttelse af borgernes indskud, og – i forlængelse af ovenstående – hvordan centralbankerne forvalter deres »lender of last resort« forpligtelse.

Set fra centralbankens synspunkt nedsættes risikoen ved lån over pengemarkedet ved at kræve sikkerhed for lån i centralbanken. Men centralbanken står stadigvæk ved »lender of last resort« ansvaret, hvis det pengeinstitut, der ejer de værdipapirer, som leveres som sikkerhed, kommer i vanskeligheder. Repurchase agreements anvendes i bl.a. Holland, Japan og USA *samtidig med*, at mindre likviditetsjusteringer finder sted ved direkte intervention på pengemarkedet. Det skal tilføjes, at analytisk set kan samtidig anvendelse af flere instrumenttyper i højere grad forklares ved andre hensyn end de rent sikkerhedsmæssige (jfr. afsnit (iv) nedenfor).

Som supplement til de allerede beskrevne instrumenter anvender visse centralbanker såkaldte swap-aftaler. Der er ikke forskel mellem den likviditetspåvirkning, som kan tilvejebringes ved swap-aftaler i valutamarkedet og gennem repurchase agreements. Blandt de lande, der hyppigst har anvendt swap-aftaler som led i likviditetsstyring, er Schweiz, Tyskland og Holland. Swaps omfatter samtidig salg(køb) og genkøb(gensalg) af valuta i henholdsvis spot og terminsmarkedet og har ligesom repurchase agreements faste løbetider. Dog kan fornyelser i form af »roll-overs« foretages uden (som ved repurchase agreements i værdipapirer) hensyntagen til løbetiden på det underliggende. Set med centralbankens øjne er fordelene ved swaps, at valutaterminsmarkedet normalt er dybere i de kortere løbetider end de værdipapirmarkeder, hvori der kan laves repurchase agreements. Centralbankens operationer kan således finde sted på et marked, som i forvejen er likvidt og dybt i de korte løbetider.

(iv) *Nogle hovedkonklusioner vedrørende tilrettelæggelsen af interventionspolitikken.* Centralbanker har normalt anset det som fordelagtigt at kunne bringe flere instrumenter i anvendelse som led i likviditetsstyringen. Låneramme-, diskonteringsadgangs- eller reservekravsbestemmelser (som skulle opfyldes over en vis periode) fik ikke lov til at

bestemme likviditetsforholdene uanfægtet. Ligeledes vil anvendelse af alene et interventionsinstrument være utilstrækkelig, når nu instrumenterne er forskellige både med hensyn til løbetidsfleksibilitet, markededybde, købergrupper, sikkerhed m.v. F.eks. forekommer det hensigtsmæssigt at regulere likviditetsforholdene forskelligt afhængig af, om likviditetsændringen er mellemlangsigtet – op til ca. 3 måneder (f.eks. statsgældsbeviser eller centralbankbeviser), kortsigtet – op til ca. 14 dage (skræddersyede repurchase agreements eller valutaswaps) eller helt kortsigtet – overnight (repurchase agreements eller pengemarkedsintervention). Der er her i det hele taget tale om et temmelig begrænset løbetidsspektrum med en forholdsvis bred vifte af alternative instrumenter til reguleringen af likviditetsforholdene.

Den mere udbredte anvendelse af korte markedsinstrumenter er generelt blevet ledsaget dels af en erkendelse af, at forsøg på at påvirke renteforholdene på de længere markeder direkte gennem f.eks. twist-operationer i statsgældspolitikken kun er svagt og midlertidigt virkende, dels af større opmærksomhed (nærmest som pendant til effektiviseringen af de helt korte værdipapirmarkeder) vedrørende centralbankens adfærd på de korte markeder. Det er kendetegnende for udviklingen, at centralbankens diskonto har fået en meget tilbagetrukket rolle – i visse lande (Tyskland, Belgien og Italien) har dag-til-dag renten ligget både højere og lavere end diskontoen.

Under de nugældende mere fleksible forhold for rentefastsættelsen på det korte marked kan der ved en ændring i forholdet mellem dag-til-dag renten og f.eks. tre måneders renten signaleres inden for ganske fine grænser til markedet om centralbankens intentioner. Samtidig kan aflæsningen af markedets reaktion (f.eks. på tre måneders markedet til centralbankens intervention på dag-til-dag markedet) bruges som barometer i analysen af markedets forventninger. Det er svært at forestille sig en egentlig segmentering af markeder for korte fordringer, således at man skarpt kan adskille en »signaldel« og en »barometerdel«, men ved udarbejdelse af klare spilleregler/kommunikationskanaler mellem centralbanken og aktørerne på markedet har det været et ønske hos de centralbanker, der i høj grad anvender markedsintervention, at effektivisere deres kommunikation med de korte markeder.

De fleste markedsobservatører vil nok påstå, at effektiviseringen af de korte markeder og centralbankernes mere bevidste optræden på disse markeder ikke ligefrem er blevet ledsaget af større rentestabilitet – nærmest tværtimod. Det er naturligvis ikke muligt at adskille udviklingen i instrumentanvendelse i likviditetsstyringen fra bl.a. udviklingen på de internationale finansielle markeder, liberaliseringen af kapitalbevægelserne mellem landene og større usikkerhed vedrørende valutaudvik-

lingen. Flere centralbanker (bl.a. i Vesttyskland og Frankrig) har erkendt, at udviklingen i indretningen af de korte markeder i indlandet direkte er et respons over for det større udbud af finansieringsteknikker m.v. (denomineret i indenlandsk valuta) på de udenlandske markeder. Når de internationale kapitalbevægelser har antaget den størrelse og forventningsprægede følsomhed, som det er tilfældet i 1980'erne, er centralbankernes behov for et differentieret beredskab til påvirkningen af de kortsigtede kapitalbevægelser blevet skærpet væsentligt.

Årsagssammenhængen mellem rentepolitik, kapitalbevægelser og dermed valutareservernes størrelse er i de senere år blevet mere kompliceret og under visse forhold ustabil over tid under påvirkning bl.a. af skift i valutakursforventninger. Denne komplicerede årsagssammenhæng stiller store krav til centralbankerne, idet det potentielle pengepolitiske råderum er under løbende forandring. Skal dette råderum udnyttes, har centralbankerne som aktører på kapitalmarkederne behov for på differentieret og smidig måde at kunne holde sig i tæt forbindelse med markedsudviklingen og løbende at kunne anvende markederne til formidling af rentepolitiske intentioner.

Litteratur

- Bank for International Settlements. 1986. *Changes in Money Market Instruments and Procedures: Objectives and Implications*. Basle.
- Bingham, T. R. G. 1985. *Banking and Monetary Policy*. OECD.
- Bundesbank Monatsbericht. 1985. *Recent Developments with respect to the Bundesbank's securities repurchase agreements* (October).
- Englund, P. m.fl. 1986. Penningpolitikken och den nya dagslånemarknaden. *Ekonomisk Debatt*, nr. 1.
- Fuchs, M. J. 1986. *Arbejdsnotat vedrørende centralbankernes likviditetsstyring*. Nationalbanken.
- Hall, M. 1986 *Money Market Management in the UK* (SUERF).
- Lybeck, J. A. 1986. Kommentarer til P. Englund m.fl. *Ekonomisk Debatt*, nr. 4.

lingen. Flere centralbanker (bl.a. i Vesttyskland og Frankrig) har erkendt, at udviklingen i indretningen af de korte markeder i indlandet direkte er et respons over for det større udbud af finansieringsteknikker m.v. (denomineret i indenlandsk valuta) på de udenlandske markeder. Når de internationale kapitalbevægelser har antaget den størrelse og forventningsprægede følsomhed, som det er tilfældet i 1980'erne, er centralbankernes behov for et differentieret beredskab til påvirkningen af de kortsigtede kapitalbevægelser blevet skærpet væsentligt.

Årsagssammenhængen mellem rentepolitik, kapitalbevægelser og dermed valutareservernes størrelse er i de senere år blevet mere kompliceret og under visse forhold ustabil over tid under påvirkning bl.a. af skift i valutakursforventninger. Denne komplicerede årsagssammenhæng stiller store krav til centralbankerne, idet det potentielle pengepolitiske råderum er under løbende forandring. Skal dette råderum udnyttes, har centralbankerne som aktører på kapitalmarkederne behov for på differentieret og smidig måde at kunne holde sig i tæt forbindelse med markedsudviklingen og løbende at kunne anvende markederne til formidling af rentepolitiske intentioner.

Litteratur

- Bank for International Settlements. 1986. *Changes in Money Market Instruments and Procedures: Objectives and Implications*. Basle.
- Bingham, T. R. G. 1985. *Banking and Monetary Policy*. OECD.
- Bundesbank Monatsbericht. 1985. *Recent Developments with respect to the Bundesbank's securities repurchase agreements* (October).
- Englund, P. m.fl. 1986. Penningpolitikken och den nya dagslånemarknaden. *Ekonomisk Debatt*, nr. 1.
- Fuchs, M. J. 1986. *Arbejdsnotat vedrørende centralbankernes likviditetsstyring*. Nationalbanken.
- Hall, M. 1986 *Money Market Management in the UK* (SUERF).
- Lybeck, J. A. 1986. Kommentarer til P. Englund m.fl. *Ekonomisk Debatt*, nr. 4.