

Nogle nye instrumenter i pengepolitikken

Jens Holten Larsen

Omslaget i de økonomiske konjunkturer og de heraf følgende ligevægtsproblemer – herunder især betalingsbalanceunderskuddet og dermed behovet for kapitalimport – har nødvendiggjort en tilpasning af pengepolitikken.

Der gives i det følgende en kortfattet kronologisk oversigt over de pengepolitiske instrumenter, som Nationalbanken har indført i perioden maj 1975 – september 1977. Derpå gives eksempler på, hvorledes de pengepolitiske instrumenter påvirker renten på pengemarkedet (interbank-markedet) og på pengeinstitutternes indlåns- og udlånsrentesatser.

Pengeinstitutternes låntagning i Nationalbanken indtil udgangen af april 1975

Indtil udgangen af april 1975 var pengeinstitutternes lån i Nationalbanken især baseret på sikkerhed i værdipapirer. Nationalbanken tilpassede lånemulighederne til lånebehovet ved at variere belåningsværdierne for de deponerede værdipapirer¹).

Dette system lagde ikke nævneværdige likviditetsmæssige begrænsninger på pengeinstitutternes muligheder for at købe obligationer, da disse kunne tjene som sikkerhed for lån. Eftersom en væsentlig del af udvidelsen i pengemængden netop hidrører fra pengeinstitutternes obligationskøb, var lånesystemet uegnet, hvis der i pengepolitikken skulle indgå mål for væksten i pengemængden.

Nationalbanken havde ganske vist mulighed for at stramme vilkårene ved at forhøje lånerenten eller nedsætte belåningsværdierne. Der bestod dog i de enkelte pengeinstitutter fortsat en betydelig grad af sikkerhed for at den nødvendige likviditet kunne fremskaffes. Havde man den ikke selv, kunne den for en beskedent overpris hentes i pengemarkedet.

Instrumentet gav mulighed for at styre renten, men dets evne til at begrænse væksten i pengemængden var ringe.

Lånerammer

Det konjunkturbestemte omslag fra store statslige kasseoverskud til kasseunderskud reducerede gradvist pengeinstitutternes lånebehov. Efterhånden som penge-

1. Lånereglerne er beskrevet i Nationalbankens årsberetning 1974, s. 118–120.

institutterne i foråret 1975 nedbragte deres gæld til Nationalbanken, borteroderedes mulighederne for at styre renten.

Nationalbanken indførte da den 1. maj lånerammer som erstatning for de hidtidige belåningsregler²).

Lånerammerne fastsættes hvert kvartal udfra vurderinger af pengeinstitutternes lånebehov og under hensyn til de pengepolitiske mål. Som omtalt senere i artiklen medvirker lånerammerne til at skabe en større grad af usikkerhed i pengeinstitutterne end de hidtidige belåningsregler.

Hvis lånerammerne er knapt tilmålt i relation til lånebehovet, vil denne usikkerhed manifestere sig i en uvillighed til at basere udlån til pengemarkedet på lån i Nationalbanken.

Det enkelte pengeinstitut vil derfor være tilbageholdende med at købe obligationer i tillid til, at der altid kan skaffes finansiering i pengemarkedet.

Instrumentet er derfor egnet til styring af såvel rente som pengemængde. Det er dog en forudsætning, at pengeinstitutterne inden for hvert kvartal i perioder er gældsat til Nationalbanken.

Kassebinding og indlånsbeviser

Da rammerne for salg af statsobligationer i 1975 ikke var tilstrækkelige til at opveje statens kasseunderskud, måtte Nationalbanken på anden vis neutralisere den ledige likviditet, der opstod som følge heraf. I oktober indførtes kassebindingsregler og i november påbegyndtes udstedelsen af ubelånelige indlånsbeviser³).

Statspapirer

I foråret 1976 fastsattes rigelige rammer for salg af statspapirer, og papirernes vilkår blev tilrettelagt således, at en bredere kreds af investorer blev tiltrukket. Man undgik herved en gentagelse af udviklingen i 1975, hvor så at sige alle statsobligationer blev afsat til pengeinstitutterne, hvorfor man ikke opnåede en afdæmpning af væksten i pengemængden.

Intervention i pengemarkedet

I tiden op til valutakursjusteringen i oktober 1976 blev valutastillingen og dermed pengeinstitutternes likviditet stærkt forringet. I denne situation valgte Nationalbanken at forsyne pengeinstitutterne med likviditet ved direkte intervention (udlån) i pengemarkedet. Igennem det følgende halve år var pengemarkedsintervention et vigtigt supplement til lånerammerne.

Imidlertid har pengemarkedsintervention den samme skavank som de gamle

2. Se Nationalbankens årsberetning 1975, s. 59-61 og s. 126.

3. Se Nationalbankens årsberetning 1975, s. 61-62 og s. 127-128.

låneregler, idet der i det enkelte pengeinstitut skabes en høj grad af sikkerhed for at der i pengemarkedet kan skaffes midler til veje til finansiering af f.eks. køb af obligationer. Dette kan være baggrunden for, at Nationalbanken i den likviditetsknappe periode op til valutakursjusteringen i august 1977 valgte at udvide og fordyre lånerammerne fremfor at intervenere i pengemarkedet.

Indskudsrammer

Det sidste hul i »rentestyringsnettet« – de uforrentede folioindskud i Nationalbanken – blev lukket ved indgangen til juli kvartal 1977. Hidtil havde det i perioder med overskydende likviditet i banksystemet ikke været muligt for det enkelte pengeinstitut at få forrentet ledige midler. Disse måtte sættes ind på foliokontoen i Nationalbanken uden renteberegning.

Dette forårsagede voldsomme rentesvingninger på pengemarkedet, svingninger, som kan være uønskede, hvis man ønsker at fastholde en stabil (høj) rente.

Fra 1. juli 1977 forrentes indskud inden for visse rammer med diskonto-3 %.

Opsummering

Nationalbanken råder herefter over et rigt udvalg af nye instrumenter, som kan anvendes til opfyldelsen af pengepolitikens mål for renten og pengemængden:

- lånerammer med varierende størrelse og vilkår
- kassebinding
- indlånsbeviser
- pengemarkedsintervention
- rammer for forrentning af indskud
- statsgældsbeviser og statsobligationer (der for såvidt angår rentefastsættelsen vel må henregnes under de pengepolitiske instrumenter).

Hertil kommer de traditionelle instrumenter:

- diskontoen
- kreditloftet og
- obligationsmarkedsinterventioner.

I det følgende afsnit beskrives, hvorledes Nationalbankens instrumenter indvirker på pengemarkedsrenten.

Rentedannelsen på pengemarkedet

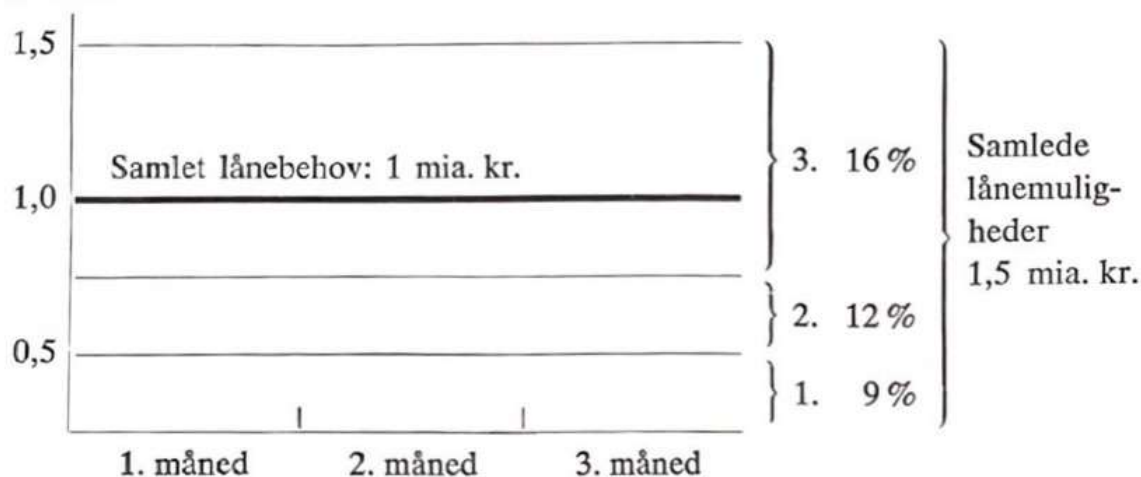
Rentedannelsen på pengemarkedet kan beskrives på baggrund af Nationalbankens tildeling af lånerammer. Eksemplet er af hensyn til overskueligheden forenklet, hvilket dog ikke påvirker konklusionerne.

Det antages, at Nationalbanken i et givet kvartal forventer, at samtlige pengeinstitutters lånebehov andrager 1 mia. kr. igennem hele kvartalet,

Samtidig har man et ønske om at pengemarkedsrenten skal være 16–17 %. Nationalbanken kan meddele pengeinstitutterne sine forventninger, men dette indgår ikke i de trykte spilleregler.

Figuren nedenfor angiver, hvordan lånerammerne under disse betingelser kan tænkes fastsat.

Mia. kr.



Lånemulighederne er inddelt i tre trancher. For den første tranche, der andrager $\frac{1}{4}$ af lånemulighederne, betaler pengeinstitutterne 9 %, for den anden tranche, der også andrager $\frac{1}{4}$ af lånemulighederne, betales 12 %, og for den resterende halvdel betales 16 % (obligationsrenten, rundet op til nærmeste halve procent).

A. Nationalbankens forventninger opfyldes

Hvis Nationalbankens forventninger til udviklingen i lånebehovet opfyldes, vil lånemulighederne være 50 % større end lånebehovet – øjensynligt et ganske rigeligt overskud.

Imidlertid kan der hos pengeinstitutterne herske forventninger til udviklingen i lånebehovet, der afviger fra Nationalbankens.

De enkelte pengeinstitutter bestemmer til en vis grad selv deres lånebehov. Nogle ønsker en relativt rigelig likviditet og dermed store lånereserver i Nationalbanken. Andre ser en fordel i at have et lånebehov, der overstiger lånerammen i Nationalbanken, og disse pengeinstitutter må derfor låne på pengemarkedet.

Hvis alle pengeinstitutter har den samme forventning til lånebehovet som Nationalbanken vil de, der har en relativt rigelig likviditet, låne ud til de, der har et lånebehov udover lånerammen i Nationalbanken mod et mindre tillæg til renten på tredje tranche af lånerammen.

Pengemarkedsrenten vil ligge stabilt på $16\frac{1}{2}$ –17 %.

Hvis de pengeinstitutter, der låner ud, forventer at lånerammerne er meget

rigelige i forhold til lånebehovet, kan det tænkes, at pengemarkedsrenten i en periode vil ligge i intervallet 12–16 % (mellem renten på anden og tredje tranche). Før eller senere vil låntagernes iver dog vække långivernes mistanke, og et par dages tilbageholdende udlånsvirksomhed vil drive renten op på 16½–17 %.

Venter pengeinstitutterne med relativt rigelig likviditet derimod at lånerammerne er utilstrækkelige, vil de i kvartalets begyndelse kun nødtigt låne ud på pengemarkedet. Dette vil få låntagerne til at byde renten op til måske 18–20 %, hvilket efterhånden vil lokke långivere frem. Efterhånden vil det gå op for de mere forsigtige pengeinstitutter med relativt god likviditet, at lånerammerne er tilstrækkelige, hvorfor renten vil falde til 16½–17 %.

Hvis Nationalbanken med rimelig sikkerhed kan forudsige samtlige pengeinstitutters lånebehov, kan pengemarkedsrenten styres ved hjælp af lånerammerne.

B. Nationalbankens forventninger opfyldes ikke

Der kan være flere årsager til, at Nationalbankens forventninger ikke opfyldes. I figuren nedenfor opregnes nogle af disse. Samtidig angives de indgreb, Nationalbanken kan foretage for at modificere de uventede påvirkninger.

	Eksempler på påvirkninger, der kan føre til at forventningerne ikke opfyldes.	Indgreb, der kan modificere påvirkningerne	
		Indgreb, der ændrer lånebehovet.	Indgreb, der tilpasser lånemulighederne.
Giver større lånebehov	Salget af statspapirer bliver større end ventet.	Større kassebinding.	Ændring af lånerammer.
	Valutaudstrømning fra den private sektor.	Salg af indlånsbeviser. Forhøjelse af renten på statspapirer.	Ændring af indskudsrammer.
Giver mindre lånebehov	Statens kasseunderskud bliver større end ventet.	Frigivelse af kassebinding.	Intervention i pengemarkedet – mulighed for såvel udlån som indlån.
	Valutatilstrømning som følge af privat låntagning i udlandet.	Indfrielse af indlånsbeviser. Nedsættelse af renten på statspapirer.	(Indgrebene kan angå mængde og/eller priser).

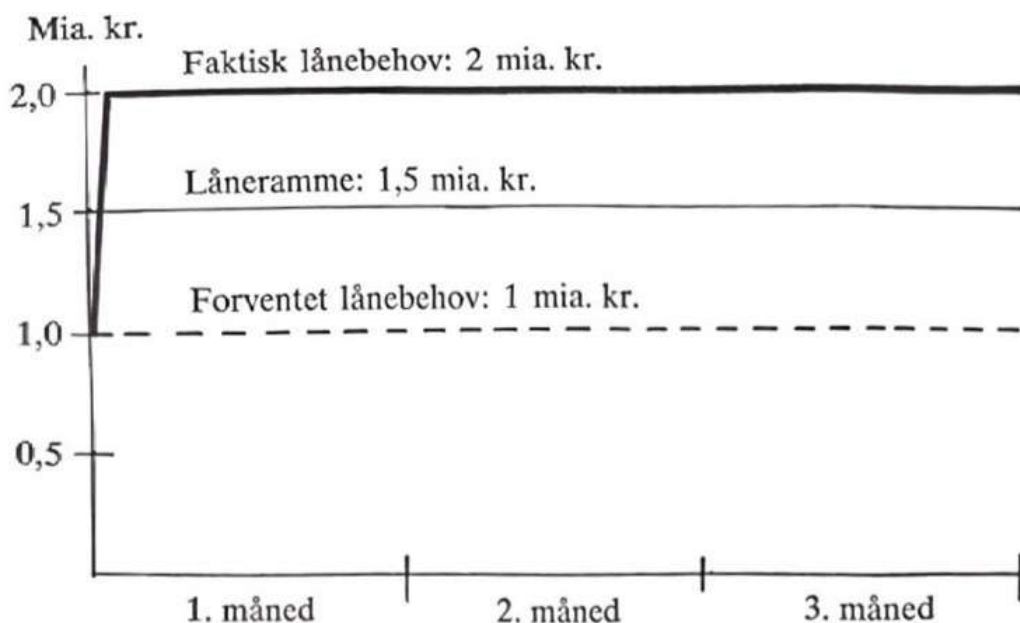
Et – dramatisk, men realistisk – eksempel på virkningerne af fejlslagne forventninger.

Det antages, at årsagen til at Nationalbankens forventninger til lånebehovet ikke opfyldes er en valutaudstrømning fra den private sektor. Forventninger om en snarlig valutakursjustering kan give en opbremsning i valutalåntagningen og måske føre til betalingsforskydninger over for udlandet.

Det kan tænkes, at samtlige pengeinstitutters lånebehov herved vokser til

2 mia. kr. gennem hele kvartalet. (Det forudsættes altså, at valutatabet indtræffer på kvartalets første dag).

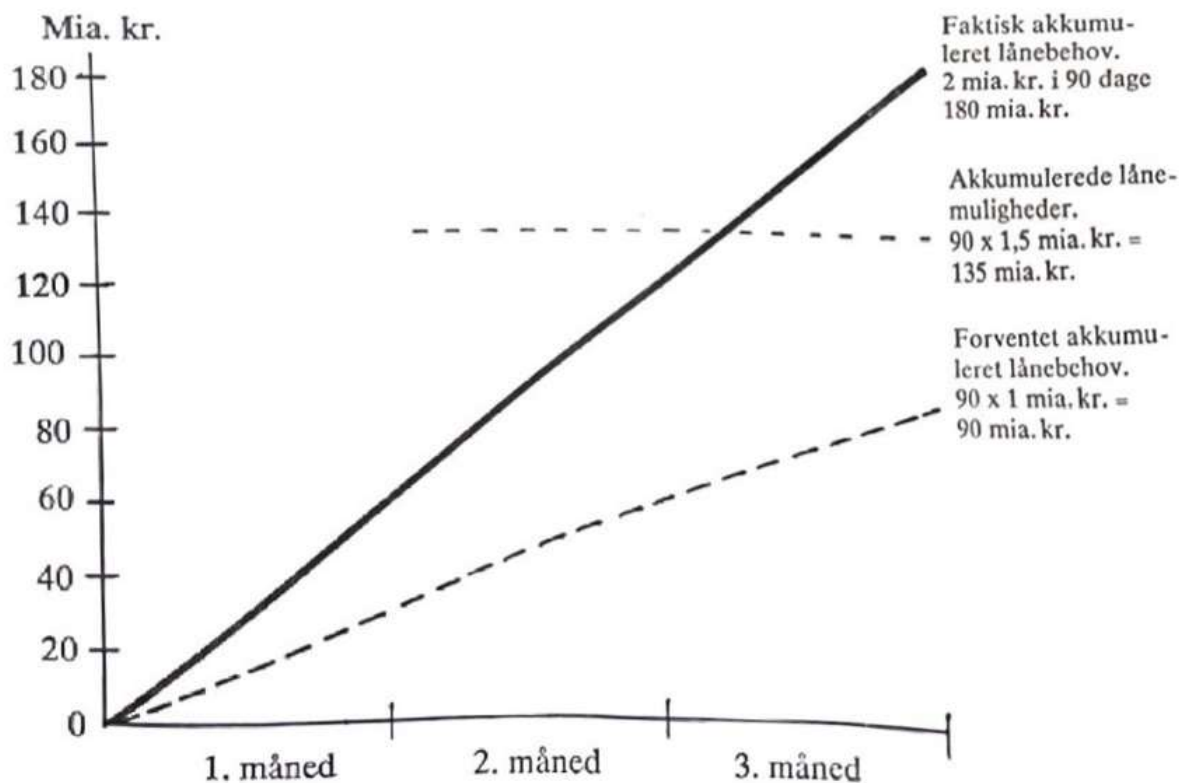
Lånebehov og lånemuligheder ser nu således ud:



Kvartalets lånebehov overstiger nu lånemulighederne med $\frac{1}{2}$ mia. kr., hvilket fører til et voldsomt efterspørgselspres på pengemarkedet. Hvis Nationalbanken ikke øjeblikkeligt griber ind, vil pengemarkedsrenten springe i vejret.

Da lånerammerne er udmålt til at dække et helt kvartals lånebehov, går der nogen tid, før alle lånemuligheder er opbrugt.

Dette kan illustreres ved sumkurver for lånebehov og lånemuligheder:



Jo nærmere man kommer til den dag, hvor lånemulighederne er fuldt udnyttet, des højere vil pengemarkedsrenten være, idet skaren af udbrydere hastigt svinder ind, medens efterspørgere vil melde sig i stigende tal.

På et tidspunkt inden alle lånemuligheder er brugt op vil Nationalbanken træde til, enten med indgreb, der fører til et mindre lånebehov, eller – hvad der er mest sandsynligt i dette eksempel – ved at forhøje lånerammerne eller intervenere i pengemarkedet.

Indgrebene kan tænkes at ske på vilkår, der fastholder det høje renteniveau på pengemarkedet, da et højt renteniveau kan afsvække valutaudstrømningen. Renteforhøjelsen vil nemlig ikke være isoleret til pengemarkedet. Der vil uundgåeligt ske en afsmitning på pengeinstitutternes indlånsrente.

Samspillet mellem renten på markedet og renten på specialindlån⁴)

Markedet for specialindlån opstod efter renteaftalens ophævelse i 1973. Der foreligger ikke statistiske oplysninger om disse indlån, men markedets samlede størrelse kan anslås til 15–20 mia. kr.

Der er i betydeligt omfang tale om »løse« indlån, som søger hen til det pengeinstitut, der tilbyder den højeste rente. Specialindlånsrenten vil derfor ligesom pengemarkedsrenten stige, når pengeinstitutternes lånebehov udvikler sig som beskrevet ovenfor. De enkelte pengeinstitutter vil, for at kompensere for forøgelsen i lånebehovet, søge at tiltrække specialindlån ved at sætte renten op. De, der herved mister indlån, vil reagere ved at tilbyde en tilsvarende eller lidt højere rente end konkurrenten.

Da markedet er ret gennemsigtigt, vil renten på den samlede specialindlåns-saldo i pengeinstitutterne hurtigt stige. Antages det, at specialindlånene andrager 15 % af de samlede indlån, og at specialindlånsrenten stiger fra 15 til 20 %, vil den samlede gennemsnitlige indlånsrente stige med $\frac{3}{4}$ %-point.

Nationalbankens indirekte påvirkning af renten på det beløbsmæssigt relativt lille pengemarked får således konsekvenser for renten på specialindlåns-markedet, der vel beløbsmæssigt er 10–20 gange større end pengemarkedet.

Virkningen på udlånsrenten

Stigningen i specialindlånsrenten og dermed den samlede indlånsrente påfører pengeinstitutterne øgede driftsudgifter. For at kompensere herfor vil man forhøje udlånsrenten.

Hermed er kredsløbet sluttet. En uventet, og af Nationalbanken uønsket, forøgelse i pengeinstitutternes lånebehov bevirker, at pengemarkedsrenten drives i vejret. Som konsekvens heraf konkurreres specialindlånsrenten op, hvorpå

4. Også benævnt blokindlån eller aftaleindlån. Omfatter indlån af betydelig størrelse fra virksomheder, kommuner og institutioner.

pengeinstitutterne for at kompensere for stigningen i finansieringsomkostningerne sætter udlånsrenten op.

Den nødvendige pengepolitik

I eksemplet var det en forringelse i valutastillingen, der satte processen igang. Den afledede stigning i renten vil modvirke en yderligere forringelse i valutastillingen og måske endog vende strømmen.

Den rentegevinst, virksomhederne får ved at optage valutalån, kan nemlig meget vel opveje det kurstab, der følger af en eventuel valutakursjustering. Rentegevinsten, der består af forskellen mellem specialindlånsrenten (eller udlånsrenten) og renten på valutalån, kan nå op på 10 % p. a., og der skal således være udbredte forventninger om en nært forestående effektiv krone-nedskrivning, før renteforhøjelsens afdæmpende virkning på forringelsen i valutastillingen udebliver. Sammen med de øvrige pengepolitiske instrumenter spiller Nationalbankens lånerammer således en væsentlig rolle ved gennemførelsen af den nødvendige pengepolitik, hvis hovedmål beklageligvis må være at sikre finansiering af underskuddet på betalingsbalancen.