



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

7. oktober 2002

## OFFENTLIG HØRING

# FORANSTALTNINGER TIL AT GØRE DE OPERATIONELLE RAMMER FOR PENGEPOLITIKKEN MERE EFFEKTIVE

### I. RESUMÉ

Det er almindeligt anerkendt, at de operationelle rammer for Eurosystemets pengepolitik<sup>1</sup> har fungeret godt, siden euroen blev indført i 1999. Som følge af gennemsnitsbestemmelserne i reservekravssystemet og kvaliteten af Eurosystemets likviditetsprognoser har der næsten ikke været behov for at udføre finjusterende operationer. Kreditinstitutternes anvendelse af de stående faciliteter har også været begrænset, hvilket er tegn på et effektivt fungerende pengemarked. Desuden viser det lille og ret stabile spænd mellem ECBs faste rente eller laveste budrente på de primære markedsoperationer og de korte pengemarkedsrenter, at ECB er i stand til at påvirke de korte renter.

På trods af denne generelt positive vurdering er det blevet undersøgt, hvilke foranstaltninger der kunne gøre rammerne for Eurosystemets operationer endnu mere effektive.

Tre ændringer kan komme i betragtning:

- (1) Ændring af tidsplanen for reservekravsperioden, så den altid begynder på afviklingsdagen for den første primære markedsoperation efter det møde i Styrelsesrådet, hvor en drøftelse af pengepolitikken har været på dagsordenen, og i samme forbindelse vil ændringer i renten på de stående faciliteter som udgangspunkt først træde i kraft på startdatoen for den nye reservekravsperiode.
- (2) Afkortelse af løbetiden på de primære markedsoperationer fra to til én uge.
- (3) Indstilling af de langfristede markedsoperationer.

Det bør bemærkes, at de foreslåede ændringer er af teknisk karakter og vedrører den operationelle gennemførelse af pengepolitikken. Ændringen af reservekravsperioden vil tidligst træde i kraft fra og med 2004, således at både kreditinstitutterne og de nationale centralbanker har tid til at omstille sig.

Høringen henvender sig til alle kreditinstitutter i euroområdet og til organisationer, som repræsenterer bank- og finansinteresser. Der kan indgives svar til ECB eller til en af de nationale centralbanker. Kontaktadresserne findes på de relevante websteder.

---

<sup>1</sup> Eurosystemet udgøres af Den Europæiske Centralbank (ECB) og de 12 nationale centralbanker (NCBer) i euroområdet.

## **2. DE OPERATIONELLE RAMMERS NUVÆRENDE UDFORMNING MED HENSYN TIL OVENNÆVNTE ELEMENTER**

### **2.1 Reservekravsperioden og reservekravssystemet**

ECB pålægger kreditinstitutterne at deponere mindstereserver på en konto hos de nationale centralbanker i henhold til Eurosystemets reservekravssystem. De vilkår og betingelser, der gælder for Eurosystemets reservekravssystem, er ens i hele euroområdet. Reservekravssystemets hovedopgave er at stabilisere pengemarkedsrenterne og at skabe eller forøge et strukturelt likviditetsunderskud.

Størrelsen af det enkelte kreditinstituts reservekrav fastsættes i forhold til dets reservekravsgrundlag. Modparterne har mulighed for at benytte sig af bestemmelserne i Eurosystemets reservekravssystem, i henhold til hvilke opfyldelse af reservekravet vurderes på grundlag af det gennemsnitlige indestående på modparternes reservekravskonto målt ultimo dagene i en reservekravsperiode på en måned. Kreditinstitutternes reservekravsindestående forrentes med renten på Eurosystemets primære markedsoperationer.

Længden af reservekravsperioden har siden januar 1999 været en måned og har altid løbet fra den 24. i en måned til den 23. i den følgende måned, uanset om disse dage er TARGET-åbningsdage eller ej. Den første og den sidste dag kan således falde i en weekend eller på en anden dag, hvor TARGET er lukket.

### **2.2 De primære markedsoperationer**

De primære markedsoperationer er Eurosystemets vigtigste markedsoperationer. De signalerer den pengepolitiske stilling og spiller en afgørende rolle med henblik på at styre rente- og likviditetsforholdene på pengemarkedet. Størstedelen af kreditinstitutternes likviditetsbehov, 73,5 pct. i gennemsnit i Den Monetære Unions første tre år, er blevet opfyldt via de regelmæssige primære markedsoperationer.

Operationernes karakteristika er beskrevet i hovedtræk i "Den Europæiske Centralbank" (2002a)<sup>2</sup>. I forbindelse med nærværende høring bør følgende fremhæves:

- De udføres som ugentlige auktioner med en løbetid på to uger, hvilket betyder, at der altid er to udestående primære markedsoperationer.
- Til og med den 27. juni 2000 blev de udført som auktioner til fast rente. Herefter er de blevet udført som auktioner til variabel rente med en fastsat laveste budrente (se "Den Europæiske Centralbank" (2000))<sup>3</sup>.

Der er medio september 2002 udført 191 primære markedsoperationer med et gennemsnitligt tildelingsbeløb på 73 mia. euro. Det gennemsnitlige antal kreditinstitutter, som har budt i forbindelse med de primære markedsoperationer, har været 578, og den gennemsnitlige absolutte afvigelse har været 196.

---

<sup>2</sup> Se litteraturliste på sidste side.

<sup>3</sup> Se litteraturliste på sidste side.

### 2.3 Langfristede markedsoperationer

Eurosystemet udfører også månedlige markedsoperationer med en løbetid på tre måneder. Markedsoperationerne har til formål at tilføre langfristet refinansiering til den finansielle sektor. Der er på et hvilket som helst tidspunkt tre udestående langfristede markedsoperationer. Disse operationer har kun tegnet sig for en begrænset del af de samlede markedsoperationer (26,1 pct.). Da formålet med operationerne som regel ikke er at sende signaler til markedet, lader Eurosystemet normalt renten tilpasse sig efterspørgslen efter likviditet. Langfristede markedsoperationer udføres således sædvanligvis som auktioner til variabel rente, og ECB fastsætter regelmæssigt beløbet, som skal tildeles ved de kommende auktioner.

De langfristede markedsoperationers operationelle karakteristika er også beskrevet i hovedtræk i ”Den Europæiske Centralbank” (2002a)<sup>4</sup>.

## 3. BAGGRUNDEN FOR EN ÆNDRING AF DE OPERATIONELLE RAMMER

### 3.1 Ændring af tidsplanen for reservekravsperioden

Styrelsesrådet meddelte den 8. november 2001, at det fremover som hovedregel kun ville drøfte ECBs pengepolitik og ændre renterne på det første møde i måneden, normalt den første torsdag hver måned. Hvis Styrelsesrådet beslutter at ændre den laveste budrente i forbindelse med de primære markedsoperationer og renten på de stående faciliteter, træder de nye rentesatser i kraft med øjeblikkelig virkning, hvilket for de primære markedsoperationers vedkommende betyder, når den næste auktion annonceres, og for de stående faciliteters vedkommende fra den efterfølgende dag. Datoerne for Styrelsesrådets møder kan ses på ECBs websted.

På nuværende tidspunkt er datoerne for Styrelsesrådets møder uafhængige af startdatoen for reservekravsperioden. De foreslåede ændringer vil imidlertid give en meget direkte sammenhæng mellem de to datoer. Reservekravsperioden vil i så fald altid begynde på afviklingsdagen for den første primære markedsoperation efter det møde i Styrelsesrådet, hvor en drøftelse af pengepolitikken har været på dagsordenen, og ændringer i renten på de stående faciliteter vil desuden, som udgangspunkt, først blive udført samtidig med ændringen af renten på de primære markedsoperationer, dvs. ved starten af den nye reservekravsperiode.

De foreslåede ændringer vil være med til at fjerne forventninger om renteændringer i reservekravsperioden og mindske renteforventningernes indflydelse på modparternes budadfærd i forbindelse med de primære markedsoperationer. Muligheden for underbud i perioder præget af forventninger om rentesækning vil derfor blive mindsket. På samme måde vil man i perioder præget af forventninger om rentestigning hindre, at de kortfristede markedsrenter og auktionsrenten på de primære markedsoperationer afviger væsentligt fra den laveste budrente, og dermed fjerne en støjkilde,

---

<sup>4</sup> Se litteraturliste på sidste side.

som kan forstyrre de pengepolitiske signaler. Ændringerne har også indflydelse på afgivelsen af overbud, som forekom ved auktioner til fast rente.

Ændringerne vil desuden sikre, at reservekravsperioden altid begynder på en TARGET-åbningsdag, og at den kun meget sjældent slutter på en dag, hvor TARGET er lukket. Når en reservekravsperiode under den nuværende ordning begynder i en weekend, overføres anvendelsen af stående faciliteter i den sidste reservekravsperiode til den nye reservekravsperiode, hvilket medfører unødige omkostninger for kreditinstitutterne. Der har i tidsrummet fra januar 1999 til august 2002 været 43 reservekravsperioder. Heraf er 14 startet og 14 er sluttet på en dag, hvor TARGET ikke var åben.

Den foreslåede ændring betyder, at reservekravsperiodernes længde kommer til at variere. Eksempelvis ville reservekravsperioderne i 2003 (idet det er indregnet, at eventuelle ændringer først vil blive gennemført efter 2003) med de nye procedurer være på mellem 21 og 37 dage, jf. tabel 1 nedenfor.

Tabel 1: Reservekravsperioder i 2003 under de nye procedurer

Periode	Møde i Styrelsesrådet*	Start	Slut	Længde (dage)
1.	9. januar	15. januar	11. februar	28
2.	6. februar	12. februar	11. marts	28
3.	6. marts	12. marts	8. april	28
4.	3. april	9. april	13. maj	35
5.	8. maj	14. maj	8. juni	26
6.	5. juni	9. juni	15. juli	37
7.	10. juli	16. juli	5. august	21
8.	31. juli	6. august	9. september	35
9.	4. september	10. september	7. oktober	28
10.	2. oktober	8. oktober	10. november	34
11.	6. november	11. november	9. december	29

\* Møde i Styrelsesrådet, hvor en drøftelse af pengepolitikken er på dagsordenen.

### 3.2 Ændring af de primære markedsoperationers løbetid til én uge

For at gøre modparternes budadfærd mindre påvirkelig af forventninger om renteændringer bør de primære markedsoperationer udløbe, samtidig med at en ny reservekravsperiode begynder. Dette er kun muligt, hvis reservekravsperioden begynder den dag, hvor den primære markedsoperation afvikles, og hvis den primære markedsoperation har en løbetid på én uge. En kortere løbetid er således et supplement til ændringen af tidsplanen for reservekravsperioden.

For så vidt angår indvirkningen på mulighederne for at styre de korte pengemarkedsrenter, er der ingen væsentlig forskel mellem én uges og to ugers løbetid på de primære markedsoperationer. Langt mere

væsentligt for styringen af de korte renter er operationernes hyppighed, som forbliver uændret af en kortere løbetid.

Kortere løbetid på de primære markedsoperationer vil derimod medføre øget omsætning i centralbankernes markedsoperationer. Tildelingsbeløbene ved de primære markedsoperationer fordobles, hvis alle andre faktorer forbliver uændrede.

### **3.3 Indstilling af de langfristede markedsoperationer**

Da Eurosystemets operationelle rammer første gang blev drøftet, blev det besluttet, at en andel af det samlede refinansieringsbehov skulle dækkes af langfristede markedsoperationer, fordi de "giver mindre modparter, som ikke har adgang til eller kun har begrænset adgang til interbankmarkedet, god mulighed for at modtage likviditet i en længere periode (dvs. tre måneder)". I forbindelse med de langfristede markedsoperationer lader Eurosystemet normalt renten tilpasse sig efterspørgslen efter likviditet og anvender ikke denne operationstype til at styre de korte renter. Hvis de langfristede operationers andel af de samlede markedsoperationer blev meget stor, kunne det således besværliggøre pengepolitikens gennemførelse.

Antallet af kreditinstitutter, der deltager i de langfristede markedsoperationer, har udvist faldende tendens. Det højeste antal bydende i forbindelse med de langfristede markedsoperationer var 466 ved den første auktion den 13. januar 1999. Deltagelsen nåede det hidtil laveste niveau med kun 158 bydende ved auktionen, som fandt sted i august 2002. I Den Monetære Unions første tre år har det gennemsnitlige antal bydende været 272, mens gennemsnittet falder til 197, hvis man kun medregner auktionerne i 2001 og i de første otte måneder af 2002. Dette viser, at de langfristede markedsoperationer kun fungerer som refinansieringskilde for et begrænset antal kreditinstitutter.

I betragtning af det tempo, hvormed de europæiske finansmarkeder har udviklet sig i de seneste tre et halvt år, er tiden inde til at overveje, om de langfristede markedsoperationer faktisk spiller den rolle, som de oprindeligt var tiltænkt – nemlig at tilføre mindre modparter med begrænset adgang til interbankmarkedet refinansiering i en længere periode. Hvis dette ikke er tilfældet, bør der træffes beslutning om indstilling af denne type operationer med henblik på at sikre en smidig gennemførelse af pengepolitikken. Hvis de langfristede markedsoperationer indstilles, vil refinansieringsunderskuddet blive dækket af de regelmæssige ugentlige primære markedsoperationer.

### **3.4 Sammenhængen mellem de tre foreslåede ændringer**

Sammenhængen mellem en kortere løbetid på de primære markedsoperationer og en ændring af definitionen af reservekravsperioden er beskrevet ovenfor i afsnit 3.2.

Endvidere er der en sammenhæng mellem en kortere løbetid på de primære markedsoperationer og en eventuel indstilling af de langfristede markedsoperationer, da begge ændringer er med til at mindske den gennemsnitlige løbetid på de udestående markedsoperationer og herved øge omsætningen i disse.

#### 4. PROCEDURE

Alle kreditinstitutter i euroområdet samt alle organisationer, som repræsenterer bank- og finansinteresser, opfordres til at tilkendegive deres synspunkter vedrørende ovenstående forslag til ændring af de operationelle rammer. Eurosystemet ser gerne, at kreditinstitutterne så vidt muligt koordinerer deres svar via disse organisationer. Det skal understreges, at kommentarer til de tre foreslåede ændringer kan fremsættes uafhængigt af hinanden, og at man kan nøjes med at udtale sig om blot en enkelt af de tre ændringer. Kommentarerne vil som hovedregel ikke blive offentliggjort.

Der kan indsendes svar på engelsk eller på det relevante officielle EU-sprog til ECB på nedenstående adresse eller til den relevante nationale centralbank:

European Central Bank  
Secretariat Division  
Kaiserstrasse 29  
D-60311 Frankfurt am Main  
Germany  
Fax: +49 69 1344 6170  
E-mail: [ecb.secretariat@ecb.int](mailto:ecb.secretariat@ecb.int)

Sidste frist for indsendelse af svar er:

**29. november 2002**

#### 5. LITTERATURLISTE

Følgende ECB-publikationer, som kan findes på ECBs websted, indeholder yderligere oplysninger om rammerne for Eurosystemets operationer:

Den Europæiske Centralbank (2002a), "Den fælles pengepolitik i euroområdet: Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer".

Den Europæiske Centralbank (2000), "Overgangen til auktioner til variabel rente i forbindelse med de primære markedsoperationer", Månedsoversigten, juli 2000, s. 35-39.

Den Europæiske Centralbank (2001), "Modparternes budadfærd i Eurosystemets regelmæssige markedsoperationer", Månedsoversigten, oktober 2001, s. 49-60.

Den Europæiske Centralbank (2002b), "ECBs likviditetsstyring", Månedsoversigten, maj 2002, s. 39-50.