

# Danmark og euroen

---

## Rentespænd og de økonomiske konsekvenser af euroforbeholdet i en krise

*Hvad betyder den danske euorundtagelse for de danske rentespænd (forskellen mellem renterne i Danmark og i euroområdet), hvorfor stiger det danske rentespænd under en krise, og hvorfor er der fortsat visse forskelle mellem de lange renter internt blandt eurolandene?*

- De økonomiske fordele ved eurodeltagelse i forhold til den danske fastkurspolitik er moderate, når den økonomiske politik og udvikling er lige så sund eller sundere i Danmark end i eurolandene. De danske renter ville fx i gennemsnit være lidt lavere, hvis Danmark var med i euroen.
- De danske rentespænd – dvs. forskellen mellem renterne i Danmark og i euroområdet – har i gennemsnit siden indførelsen af euroen i 1999 været positive, men relativt lave.
- De pengepolitiske renter er altid højere i Danmark end i eurolandene, men fastkurspolitikken indebærer, at det pengepolitiske rentespænd normalt er moderat, og at Nationalbanken følger ECB's renteændringer. De korte pengemarkedsrenter – renterne på lån mellem banker – er dermed også højere i Danmark end i eurolandene.
- De lange renter (særligt renten på 10-årige statsobligationer) er normalt også lidt højere i Danmark end i Tyskland (som generelt har de laveste lange renter, og som man derfor sammenligner med), men fastkurspolitikken bidrager til, at det lange rentespænd normalt er moderat.
- Danmarks lange rentespænd har i de senere år været lavt og i korte perioder tæt på nul eller undtagelsesvist endda svagt negativt. Det skyldes, at Danmark har haft en meget stærk økonomi med gode nøgletal, herunder sunde offentlige finanser med lav og faldende gæld.
- Danmarks rentespænd kan imidlertid stige under økonomiske og finansielle kriser og dermed forstærke kriserne. Under kriser vil Danmark være beskyttet mod valutaspekulation og rentestigninger, hvis Danmark deltager i euroen, men ikke når Danmark fører fastkurspolitik.
- Uden for euroen kan der således opstå pres mod kronen som følge af spekulation på de finansielle markeder, hvis der forventes en vis sandsynlighed for, at Danmark opgiver fastkurspolitikken til fordel for devalueringer eller flydende kurser og selvstændigt sætter sin pengepolitiske rente ned. Uden for euroen kan der også opstå pres mod kronen – selv uden spekulation og væsentlige forventninger om opgivelse af fastkurspolitikken – fordi der under kriser er en tendens til, at investorer søger fra små valutaer til store valutaer.
- Danmarks pengepolitiske rentespænd kan således stige, hvis der opstår et sådant pres mod kronen, og Danmark derfor er nødt til selvstændigt at sætte sin pengepolitiske rente op for at forsvare fastkurspolitikken.

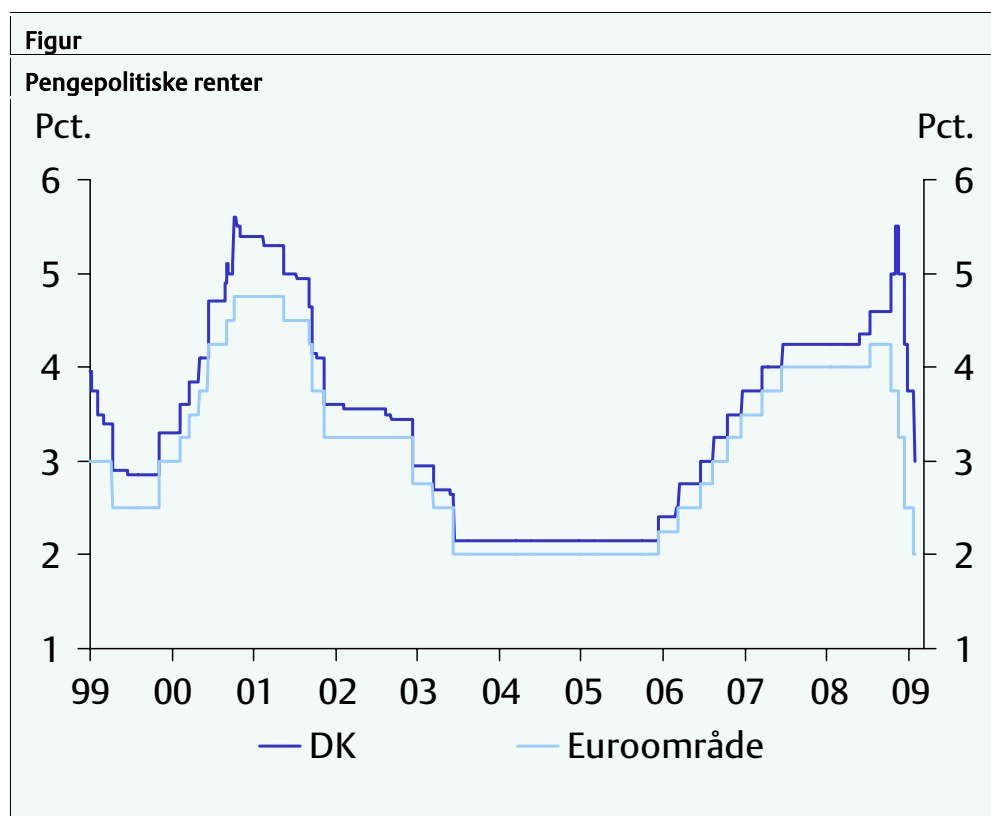
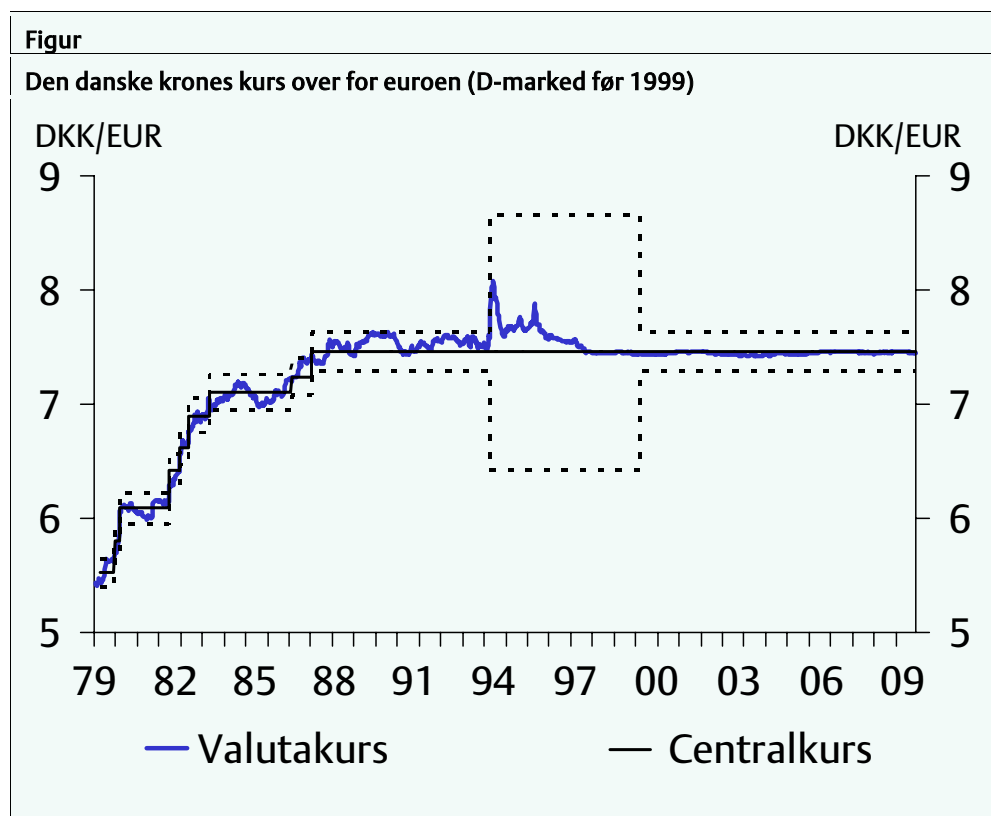
- Danmarks *lange rentespænd* kan også stige under kriser, især kriser hvor dansk økonomi er svagere end euroområdet. Det skyldes, at Danmarks lange rente indeholder en 'valutakursrisikopræmie', dvs. den merrente, som afspejler markedernes forventninger til sandsynligheden for en opgivelse af fastkurspolitikken og en svækkelse af den danske krone over for euroen.
- Valutakursrisikopræmien er lav som følge af den konsekvente fastkurspolitik, som har været fastholdt af skiftende regeringer med bred støtte i over 25 år, og som derfor er troværdig. Selv om markederne har stor tillid til fastkurspolitikken, har markederne dog ikke en egentlig garanti for, at Danmark ikke vil opgive fastkurspolitikken og bruge devalueringens instrumentet, så længe den praktiske mulighed principielt foreligger. Derfor vil den danske rente være højere uden for euroen end inden for euroen, især under kriser med en svag dansk økonomi, hvor valutakursrisikopræmien stiger.
- Der har været en række eksempler på stigende rentespænd under kriser, herunder i 1990'erne, mest markant under EMS-krisen i 1992-1993, som medførte valutaspækulation og rentestigninger for Danmark og mange andre lande med fastkurspolitik (og som var medvirkende til etableringen af ØMU'en). Det seneste eksempel er den aktuelle finansielle krise, hvor euroen har været et værn mod valutauro for de deltagende lande, men hvor Danmark har oplevet pres på kronen og rentestigninger, også selv om dansk økonomi grundlæggende er sund og udviklingen i de senere år har været bedre end i euroområdet.
- Den aktuelle krise har således medført en markant forøgelse af Danmarks pengepolitiske rentespænd fra 0,35 til 1,75 procentenheder i ca. to måneder og i januar 2009 1,0 procentenhed. Danmarks Nationalbank, der normalt følger ECB's renter, måtte således i lyset af intensiveringen af krisen og presset på kronen i oktober 2008 sætte sin udlånsrente *op* for at forsvare kronens faste kurs, hvorimod ECB kunne sætte sin rente *ned* og dermed bidrage til stabilisering af den økonomiske og finansielle udvikling i eurolandene. Nationalbanken har i lyset af et aftagende pres på kronen kunnet indsnævre det pengepolitiske rentespænd i slutningen af 2008 og starten af 2009 til niveauet på 1,0 procentenhed. Danmarks lange rentespænd er under krisen steget moderat, ligesom i de fleste eurolande.
- Omkostningerne ved at stå uden for euroen i form af højere pengepolitiske og lange rentespænd vurderes at kunne være langt større, hvis den internationale krise var indtruffet i en situation, hvor dansk økonomi var svagere end euroområdets økonomi. Det samme havde været tilfældet i en ensidig dansk krise.

### Rentespænd i eurolandene

- Eurolandene har fælles pengepolitisk rente. Der vil imidlertid altid være visse forskelle på de lange renter internt blandt eurolandene, omend eurolandenes interne rentespænd har været meget mindre efter indførelsen af euroen i 1999.
- Euroen har givet eurolandene en fordel i form af lavere renter og rentespænd til Tyskland, der normalt har haft de laveste renter. Det skyldes primært, at euroen har fjernet 'valutakursrisikopræmien', den merrente, som det enkelte land

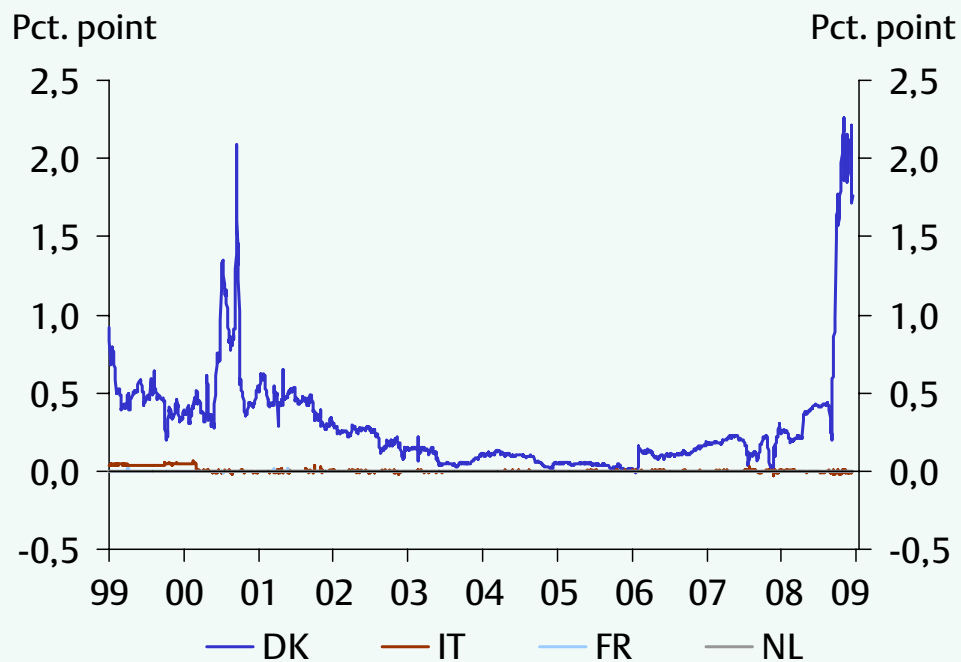
tidligere betalte for at have sin egen valuta og dermed muligheden for at opgive sin fastkurspolitik over for den tyske mark. Alle lande har fået lavere lange renter af at gå ind i euroen, men de lande, som har fået reduceret deres lange renter mest, er de lande, som før i tiden havde de svageste økonomiske nøgletal og opererede mest med devalueringer og derfor havde høje risikopræmier på deres renter.

- Eurolandenes lange rentespænd til Tyskland er generelt meget mindre efter euroen end før euroen. Landenes rentespænd til Tyskland – der før euroen typisk udgjorde flere procentenheder, især under kriser – har efter euroen typisk varieret fra omkring nul og op til omkring  $\frac{1}{2}$  procentenhed, mens de under den aktuelle krise er steget fra ca.  $\frac{1}{2}$  til omkring 1 procentenhed og i enkelte lande op til et par procentenheder eller mere.
- De tilbageværende lange rentespænd internt blandt eurolandene skyldes, at de enkelte lands lange rente – udover valutakursrisikoen, som euroen altså har fjernet – også afhænger af landets *kreditrisici*, knyttet til dets økonomiske nøgletal, særligt de offentlige finanser, samt *likviditetsrisici*, knyttet til forskelle i størrelse og likviditet på markederne for handel med landenes statsobligationer.
- De eurolande, som efter euroen har haft de højeste lange rentespænd, har således typisk været de lande med de mindst gunstige nøgletal i form af høj gæld og store offentlige underskud m.v., ligesom de største stigninger i de lange rentespænd under den aktuelle krise typisk har fundet sted i landene med høj eller hurtigt stigende gæld. De lande, som har de sundeste offentlige finanser, betaler dermed de laveste renter på deres offentlige gæld, og rentespændene er således et udtryk for, at markederne virker forventeligt inden for euroen.
- I en årrække har der været tendens til lave og stabile renter på globalt plan, og en række eurolande har i perioder med stærk økonomi og faldende gæld prøvet at have lavere renter end Tyskland, selv om Tyskland i gennemsnit alene i kraft af det tyske obligationsmarkeds størrelse vil have en smule lavere rente end de andre eurolande.
- Inden euroen var landenes lange rentespænd betydeligt mere følsomme over for landenes makroøkonomiske nøgletal, således at de laveste lange rentespænd blev observeret i lande med relativt stærke offentlige finanser, lav inflation, overskud på betalingsbalancen, høj aktivitet med lav ledighed m.v., særligt fordi det inden euroen forholdt sig sådan, at sandsynligheden for devalueringer og dermed valutakursrisikopræmien var lavere, jo bedre nøgletal. Det indebar, at de lange rentespænd steg relativt meget under økonomiske og finansielle kriser, ligesom centralbankerne måtte hæve deres pengepolitiske renter i forsøg på at forsvare deres valutaers faste kurser over for D-marken. De stigende korte og lange renter forstærkede kriserne meget i forhold til den aktuelle krise, hvor eurolandenes pengepolitiske rentenedsættelser har dæmpet krisen, og hvor stigningerne i de lange rentespænd har været meget mere moderate end under tidligere kriser.



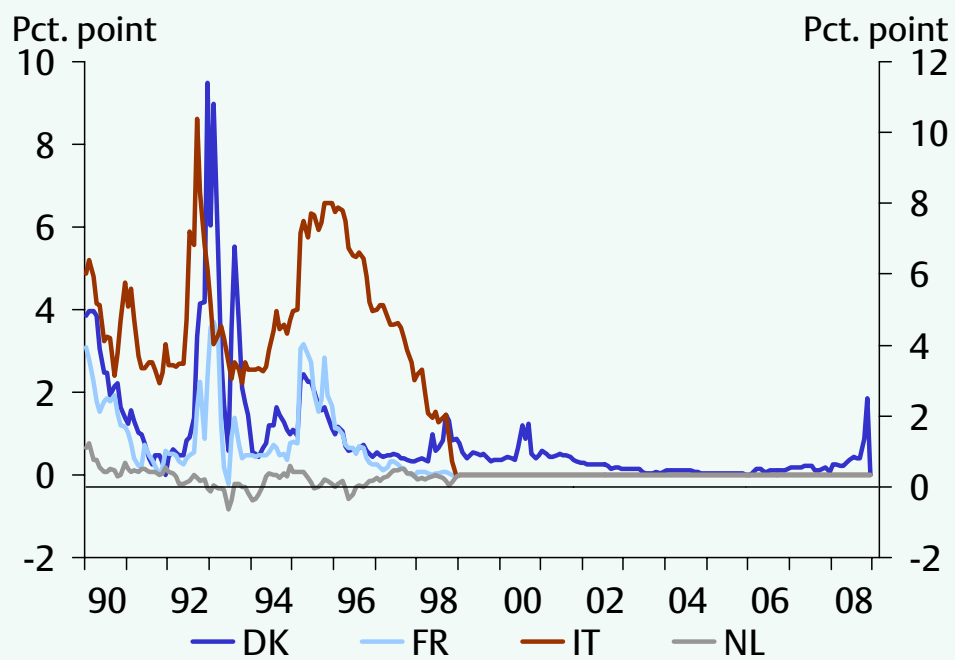
Figur

Korte rentespænd til Tyskland (3 måneders pengemarkedsrenter, dagsobservationer), udvalgte lande fra 1999



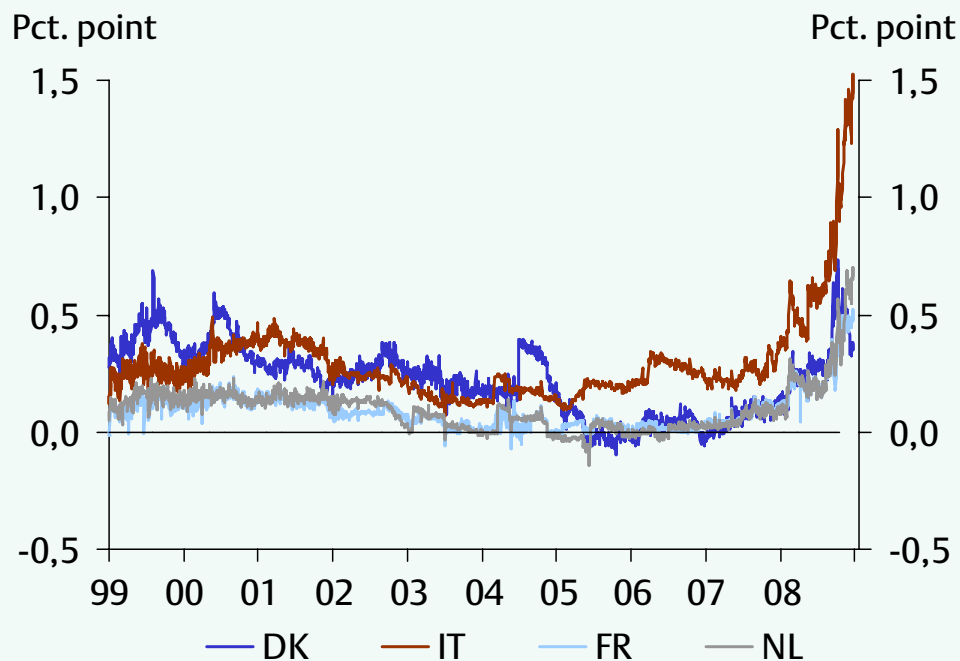
Figur

Korte rentespænd til Tyskland (3 måneders pengemarkedsrenter, månedsobservationer), udvalgte lande fra 1990



Figur

Lange rentespænd til Tyskland (10 års statsobligationer, dagsobservationer), udvalgte lande fra 1999



Figur

Lange rentespænd til Tyskland (10 års statsobligationer, månedsobservationer), udvalgte lande fra 1990

