

Medlemmerne af Folketingets Europaudvalg
og deres stedfortrædere

Bilag
1

Journalnummer
400.C.2-0

Kontor
EU-sekr.

8. september 2005

Til underretning for Folketingets Europaudvalg vedlægges Finansministeriets
notat vedrørende udviklingen i rentespændet.

Notat

Udviklingen i rentespændet

Nærværende notat kommenterer rentespændet overfor Tyskland/euroområdet samt euroens betydning for rentespændene mellem de lande, der deltager i samarbejdet, i opfølgning af Folketingets Europaudvalgs samråd med finansministeren d. 29. juni 2005.

Sammenfattende om udviklingen i rentespændet

Renten på danske statsobligationer har i nogen tid været en anelse lavere end renten på tilsvarende statsobligationer i en række lande i euroområdet. Det er en udvikling, som viser, at tilliden til den danske fastkurspolitik er steget i lyset af den bedre økonomiske udvikling i Danmark.

Udviklingen bekræfter i hovedtræk de økonomiske analyser fra slutningen af 1990'erne og frem til afstemningen om dansk deltagelse i euroen i september 2000. I henhold til disse analyser påvirkes rentespændet, især gennem betydningen for tilliden til fastkurspolitikken, af en række samfundsøkonomiske nøglevariable, herunder væsentligst inflationen, den offentlige gæld, betalingsbalancen og konjunktursituationen samt en risikopræmie for lande uden for eurosamarbejdet.

Risikopræmien for lande uden for euroområdet betyder, at den danske rente også på længere sigt må forventes at være højere end i euroområdet i en situation, hvor konjunktursituationen og de centrale finansielle og samfundsøkonomiske nøglevariable er de samme. Aktuelt er de danske nøgletal imidlertid så meget bedre end i euroområdet, at det kan forklare fraværet af et rentespænd eller et svagt negativt rentespænd. Det skyldes især en lavere offentlig gæld, en bedre betalingsbalance og en højere økonomisk aktivitet.

Årsager til udviklingen i rentespændet

Størrelsen af og udviklingen i rentespændet for statsobligationer afhænger af bevægelserne på de finansielle markeder, dvs. udbud og efterspørgsel efter henholdsvis danske statsobligationer på den ene side, og statsobligationer fra euroområdet, herunder Tyskland, på den anden side. Den korte pengepolitiske rente fastlægges af Nationalbanken med henblik på at fastholde kronens kurs overfor euroen, tidligere den tyske mark.

For både statsobligationerne (den lange rente) og Nationalbankens rentesatser er tilliden på de finansielle markeder til kronens faste kurs en afgørende faktor. Denne tillid kan blive påvirket af en lang række forskellige økonomiske nøglevariable i både Danmark og eurolandene. Det vil aldrig være muligt at opstille en komplet liste herfor eller opnå sikkerhed for at de væsentligste forhold er helt stabile over tid.

En fornemmelse af de for rentespændet centrale faktorer og deres størrelsesmæssige betydning kan opnås ved at analysere de historiske bevægelser i rentespændene for en lang række lande. Sådanne analyser blev udarbejdet i Finansredegørelse 2000 fra april 2000. Analysen byggede på bevægelserne i rentespændene overfor Tyskland for europæiske lande i årene 1982-96.

Denne analyse kan ikke umiddelbart ajourføres med nyere tal, idet netop introduktionen af euroen, herunder optakten hertil i 1997 og 1998, har forandret vilkårene på de finansielle markeder og valutamarkedet så markant for mange af de andre lande, der indgår i analysen. Mange af de lande, der indgår i opgørelsen og lettest kan sammenlignes med Danmark, deltager således nu i eurosamarbejdet, hvorfor der ikke længere er nogen valutakursrisiko knyttet til investeringer i deres statsobligationer.

Analysen vurderes imidlertid fortsat at give et rimeligt billede af de økonomiske faktorer, der påvirker tilliden til fastkurspolitikken og dermed det danske rentespænd. På grundlag af de sammenhænge, der blev fundet i analysen, er det muligt at forklare det aktuelle danske rentespænd.

Det blev i slutningen af 1990'erne og 2000 på baggrund af analysen vurderet, at det danske rentespænd ville være omkring 0,65 pct.enheder i en situation hvor de samfundsøkonomiske nøgletal svarede til forholdene i Tyskland/euroområdet.

Den aktuelle relativt gunstige økonomiske udvikling i Danmark i forhold til Tyskland og euroområdet – særligt, at Danmark har lavere offentlig gæld, større overskud på betalingsbalancen og højere økonomisk aktivitet – kan, på grundlag af de estimerede sammenhænge mellem økonomiske nøgletal og rentespænd i 2000-analysen, forklare en reduktion af rentespændet på ca. 0,5 pct.enheder fra de nævnte 0,65 pct.enheder til ca. 0,1 pct.enheder, jf. boks 1.

Analysen blev endvidere foretaget overfor renten i Tyskland, der dels aktuelt er svagt lavere end i euroområdet som helhed, og dels må antages at være højere end den tyske rente havde været uden euroens introduktion.

Blandt de øvrige faktorer som kan påvirke rentespændet er inflationen og navnlig inflationsforventningerne. Den danske inflation er svagt lavere end i euroområdet og var i foråret væsentligt lavere, hvilket dog skønnes at være et kortvarigt udsving uden betydning for inflationsforventningerne. Under den antagelse at den forventede inflation i Danmark svarer til den forventede inflation i euroområdet kan rentespændets aktuelle niveau alt i alt stort set forklares af de øvrige økonomiske faktorer.

Boks 1: Forklaring af rentespænd på grundlag af aktuelle økonomiske nøgletal

Rentespændet for lange statsobligationer kan forklares på baggrund af modellen for rentespændet fra Finansredegørelse 2000 og OECD's seneste skøn for centrale nøgletal:

- Den offentlige gæld skønnes at ville udgøre 41 pct. af BNP i Danmark mod 72 pct. af BNP i euroområdet i 2005. Forskellen på 31 pct.enheder bidrager i henhold til 2000-analysen til at reducere rentespændet med godt 0,2 pct.enheder.
- Overskuddet på betalingsbalancen skønnes at ville udgøre 1,6 pct. af BNP i Danmark og 0,1 pct. af BNP i euroområdet i 2005. Forskellen på 1,5 pct.enheder bidrager i henhold til 2000-analysen til en reduktion af rentespændet med knap 0,1 pct.enheder.
- Den økonomiske aktivitet er større i Danmark end i euroområdet, målt på det såkaldte output gab – produktionens afvigelse fra dens potentielle niveau – der skønnes at ville udgøre –0,7 pct. af BNP i Danmark og –2,1 pct. af BNP i euroområdet i 2005. Forskellen på 1,4 pct.enheder bidrager i henhold til 2000-analysen til en reduktion af rentespændet med godt 0,2 pct.enheder.

De tre faktorer kan således tilsammen forklare en reduktion af rentespændet på ca. 0,5 pct.enheder.

Anvendes skønnene for Danmark fra den seneste vurdering i Økonomisk Redegørelse, august 2005, kan de tre faktorer forklare en reduktion af rentespændet på lidt mere end ca. 0,5 pct.enheder.

Kilde: Finansredegørelse 2000, april 2000. OECD Economic Outlook 77, juni 2005.

Et af bidragene til et reduceret rentespænd er den relativt større økonomiske aktivitet i Danmark. Denne effekt følger af den historisk observerede tendens til at rentespændet har været procyklisk, dvs. at rentespændet har haft tendens til at falde i perioder med relativ høj vækst i Danmark i forhold til udlandet, mens spændet omvendt er steget ved relativ lav vækst i Danmark. Forklaringen på denne konjunkturforsættende effekt er sandsynligvis, at tilliden til fastkurspolitikken har været størst, når konjunktursituationen har været relativt gunstig i Danmark. I en sådan situation kan der ikke forventes nogen spekulation i en pengepolitisk lempelse med det teoretiske formål at stimulere konjunkturerne.

I tilknytning til de samfundsøkonomiske forklaringsfaktorer kan der være en ekstra tendens til, at rentespændet bliver mindre i takt med at renteniveauet falder. Det skyldes, at forsikrings- og pensionsselskabernes efterspørgsel efter langfristede kronobligationer øges, når renten falder, fordi lave renter øger behovet for afdækning af hensættelser til fremtidige pensionsforpligtelser. Det faldende renteniveau synes således at have en selvforstærkende effekt.

Det er sandsynligt, at den stadig stigende varighed – og dermed troværdighed – af den danske fastkurspolitik i sig selv kan dæmpe betydningen af mindre udsving i de

væsentlige samfundsøkonomiske og finansielle nøglevariable. Det må imidlertid fortsat forventes, at det danske rentespænd overfor euroområdet vil være højere end i dag i en situation hvor konjunktursituationen i euroområdet forbedres og hvor den offentlige gæld og betalingsbalancen er den samme som i Danmark.

Den offentlige gæld kan kun ændres langsomt. Forudsætningerne om rentespændet i de mellemfristede økonomiske fremskrivninger er derfor, jf. Finansredegørelse 2002 og det danske konvergensprogram, sænket fra den estimerede risikopræmie på 0,65 pct.enheder til 0,5 pct.enheder.

Euroens betydning for den økonomiske stabilitet i de deltagende lande

De økonomiske forskelle mellem eurolandene er ikke større end de historiske erfaringer tilsiger, men flere lande har en forholdsvis høj inflation, svækkede økonomiske konjunkturer eller svage offentlige finanser. I fravær af eurosamarbejdet ville der med stor sandsynlighed have været valutakriser og rentestigninger i disse lande, til skade for både dem selv og området som helhed.

Indførelsen af euroen – og den medfølgende sikring af valutakursstabilitet for de deltagende lande – har således haft væsentlig indflydelse på den økonomiske stabilitet i eurolandene, fordi den har elimineret sådanne risici for lande, der har deres egen valuta.

Samtidigt har de fleste eurolande (men ikke Tyskland) med realiseringen af euro-samarbejde opnået en kraftig økonomisk stimulans i form af lavere renter i takt med at rentespændene til Tyskland næsten forsvandt. Dette kraftige rentefald har endvidere haft stor positiv betydning for de offentlige finanser i de pågældende lande. Størrelsen af denne gevinst afhænger af niveauet for den offentlige gæld.

Italien har f.eks. en offentlig gæld på over 100 pct. af BNP. I Italien er den lange rente faldet fra 12 pct. i 1995 til i 1999 5 pct. Hovedparten af dette fald kan tilskrives introduktion af euroen og dermed et ophør af forventninger til fortsat periodevis fald i kursen på den italienske valuta sammenlignet med Tysklands. Den italienske gæld er så stor, at de offentlige finanser vil blive forringet med 1 pct. af BNP i løbet af få år for hver procentpoint renten stiger alene som følge af større rentebetalinger på gælden.

I en hypotetisk situation, hvor Italien - på trods af disse fordele - måtte beslutte at forlade eurosamarbejdet med det formål at opnå kortsigtede konkurrenceevnegevinster i kraft af en nedskrevet valuta ville endog store stigninger i den italienske rente være mulige, og forventelige, på baggrund af de historiske erfaringer. Gennemslaget på bl.a. de offentlige finanser af en sådan udvikling ville være meget markant.

En kombineret konkurrenceevneforbedring og kraftig rentestigning i Italien kan ikke forventes at øge den økonomiske aktivitet i landet og samtidigt ville risikoen for stigende økonomiske vanskeligheder på længere sigt øges betydeligt. For de øvrige europæiske lande ville både bedre italiensk konkurrenceevne på kort sigt og

et fald i den italienske indenlandske efterspørgsel som følge af rentestigninger påvirke økonomien negativt.

I Danmark i 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne drev jævnlige devalueringer renten op til knap 22 pct. i 1982 og rentespændet til Tyskland nåede op over 12 pct.enheder. Resultaterne heraf var bl.a. lav indenlandsk efterspørgsel, høj ledighed og inflation samt et betydeligt bidrag til kraftigt stigende offentlig gæld.

Det var bl.a. på baggrund af disse erfaringer, at den danske valutakurspolitik blev ændret og fastkurspolitikken indført i 1982. Siden har der konsekvent været holdt fast i denne politik, hvilket har medvirket til bl.a. et væsentligt lavere renteniveau, lavere rentespænd og inflation samt større vækst og beskæftigelse.