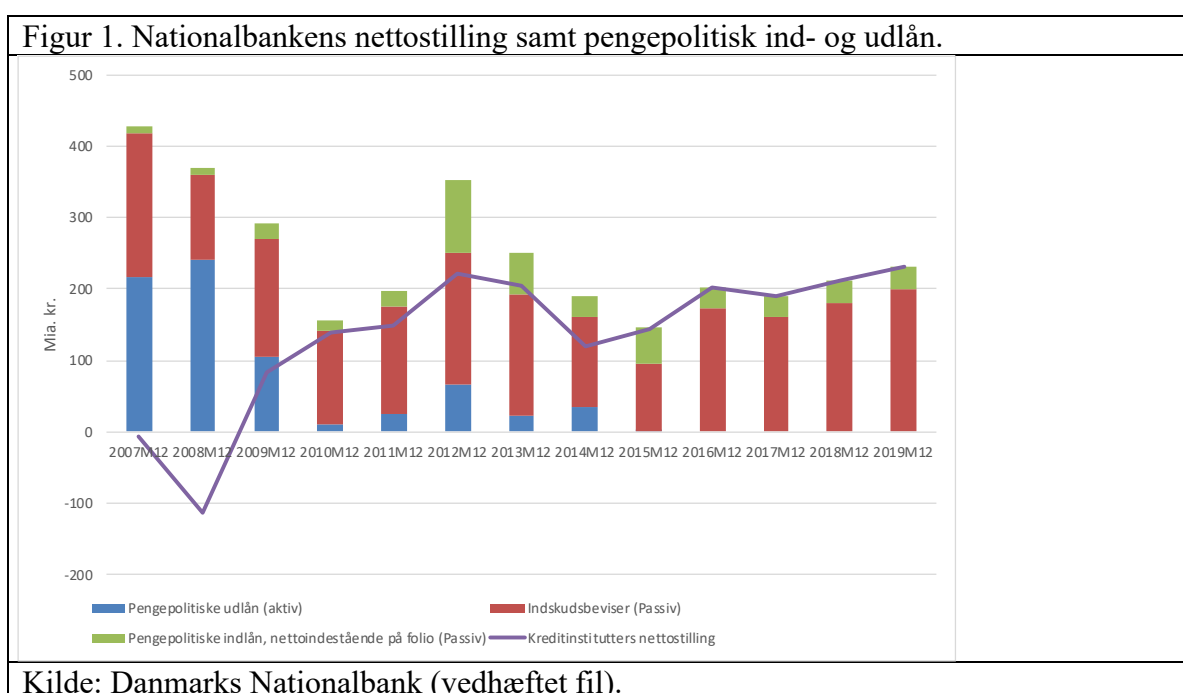


Hjemmeopgave 3

1.

Nettostillingen opgøres som de pengepolitiske modparterers indestående på folio og i indskudsbeviser fratrasket modparternes lån i Nationalbanken.

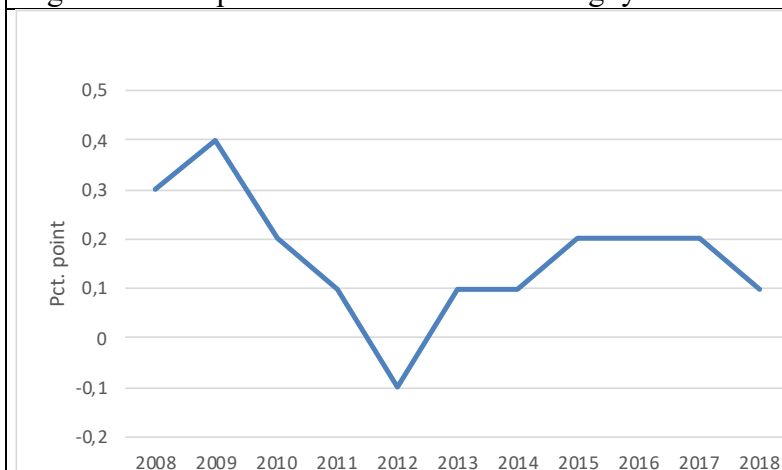
Figur 1 viser Nationalbankens nettostilling samt pengepolitisk ind- og udlån. Vi ser at de pengepolitiske udlån fylder relativt meget i perioden 2007-2009, hvorefter den begynder at fylde mindre og mindre. Desuden bemærkes det, at indskudsbeviser har ca. samme størrelse gennem hele perioden fra 2007-2019. De pengepolitiske indlån fylder ikke en stor del fra perioden 2007-2011, kontra 2012-2019. Til sidst ser vi at nettostillingen falder fra 2007-2008 fra ca. -7 mia. Kr. til -112 mia. Kr. hvorefter der sker en markant stigning frem til 2012 til ca. 220 mia. Kr. Dernæst er der få svage udsving i nettostillingen i 2019 er nettostillingen på sit højeste niveau med ca. 230 mia. Kr.



Figur 2 viser udviklingen i det lange rentespænd mellem den danske og tyske statsobligationsrente. Valget for at tage den tyske statsobligationsrente skyldes, at det er den europæiske benchmarkrente, da Tyskland er den største økonomi i Europa. Dermed kan det lange rentespænd kun være forskellen mellem den tyske og danske statsobligationsrente. Desuden skal der tages forbehold for afrundinger af renterne til én decimal. Det skyldes at renter og rentespænd normalt beregnes med to decimaler, hvilket nu kan give en vis unøjagtighed i forhold til konklusionen om, hvorvidt rentespændet har været nul eller ej.

I figur 2 ser vi et overordnet fald fra 0,3 pct. point. til 0,1 pct. point. Der sker en lille stigning fra 2008-2009 med 0,1 pct. point, hvor 2009 er det højeste punkt i perioden med 0,4 pct. point. Derefter får vi et markant fald fra 2009-2012 med ca. 0,5 pct. point. Fra 2012 til 2015 får vi igen en stigning, som bliver efterfulgt af en relativ stabil udvikling fra 2015-2019, hvor der ingen markante udsving er.

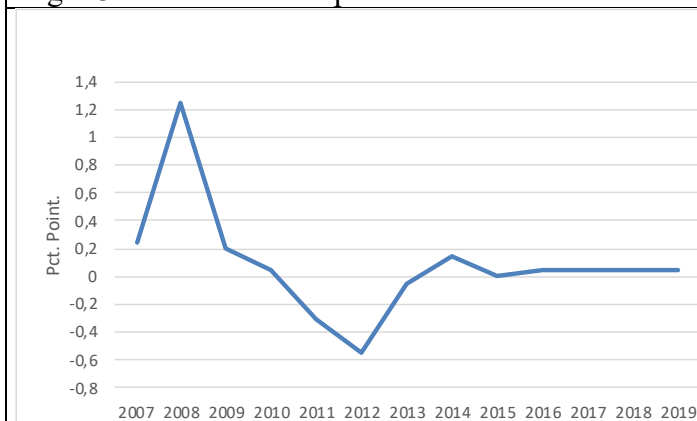
Figur 2. Rentespændet mellem den danske og tyske statsobligationsrente fra 2008-2018



Kilde: STO s. 189. Tal for figuren kan ses under bilag i tabel 1.

Figur 3 viser udviklingen af det korte rentespænd mellem ECB og den danske centralbanks udlånsrente. DK fører fastkurspolitik over for euroområdet, hvor ECB er centralbank. Det betyder altså, at det relevante korte rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og hhv. ECB Variabel rate tenders (2007) og ECB Fixed rate tenders (2008-2018), eller mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's deposit Facility rate. For perioden er det mest relevant at se på indskudsbevis/deposit facility spændet. Der skal tages forbehold for, at den toneangivende rente ændrer sig i takt med at de pengepolitiske modparters placeringer og eller lånebehov ændrer sig.

Figur 3. Det korte rentespænd mellem den danske centralbanks udlånsrente og ECB



Kilde: Danmarks Nationalbank og ECB (vedhæftet fil)

Anm: 2007-2008 brugt *ECB variabel rate tenders* og 2008-2019 brugt *ECB Fixed rate tenders*.

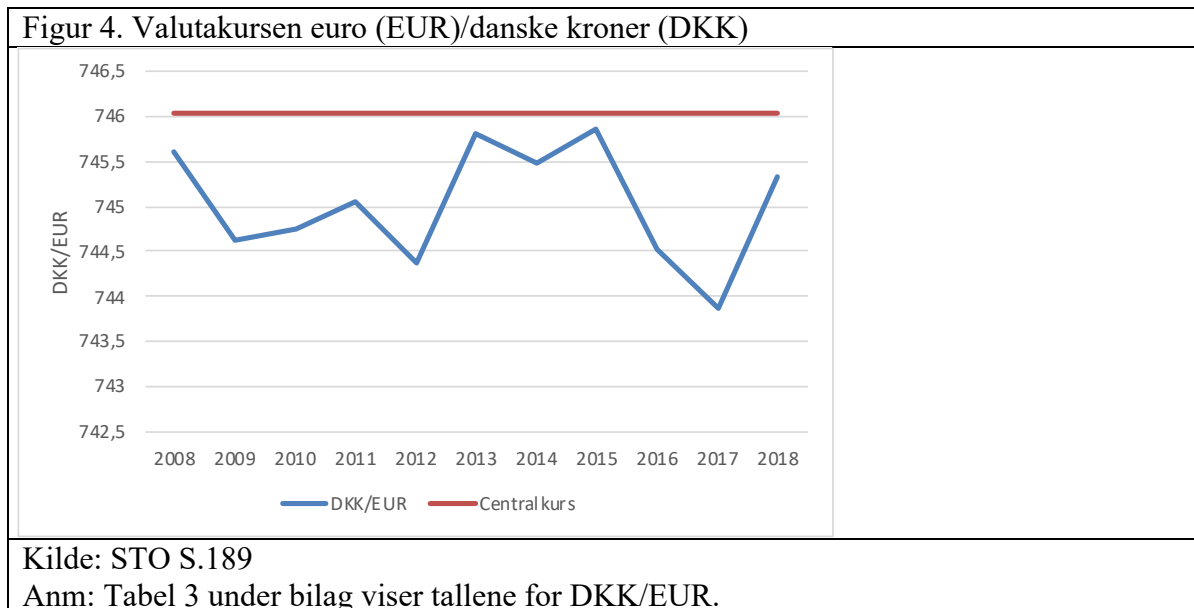
Tabel 2 under bilag viser tallene for figur 3.

Vi ser at rentespændet i figur 3 stiger markant fra 2007 til 2008 fra 0,25 pct. point til 1,25 pct. point. Derefter sker et markant fald fra 2008-2012 med 1,8 pct. point. Derefter ser vi ca. samme tendens som figur 2, at rentespændet stiger fra 2012-2014 som bliver efterfulgt af en relativ stabil udvikling fra 2015-2019, som er på ca. 0,05 pct. point.

Figur 4 viser udviklingen i valutakursen euro og danske kroner. Dette er en relevant valutakurs, eftersom DK fører fastkurspolitik over for euroen. Valutakursen mellem DKK og EUR er baseret på markedskurserne. En anden relevant valuta kan være USD, eftersom at USA er den største økonomi i verdenen.

Set over hele perioden så appreciere den danske krone overfor euroen, men kun lidt. Vi ser en generel tendens til relativ små udsving i kursen.

Den danske krone ligger ved kursen 745,6 i 2008 og derefter falder til 744,63 i 2009. Derefter styrkes kronen fra 2009-2015 til 745,86, som bliver efterfulgt af et markant fald til 2017 med den laveste kurs i perioden på 743,86. Fra 2017-2018 får vi en lille stigning til 745,32.



Figur 5 under bilag viser udviklingen DKK/USD. Set over hele perioden fra 2008-2018 så depreciere den danske krone overfor USD relativt meget. Fra 2008-2010 svækkes den danske krone fra ca. 509-562. Derefter styrkes den danske krone svagt i perioden 2010-2011 som også er tilfældet fra 2012-2013. Fra 2014-2016 svækkes DKK over for USD markant og går fra ca. 561-673. Derefter styrkes DKK fra 2016-2018 til 631.

2.

Formålet med pengepolitikken i Danmark er at sikre en stabil prisudvikling. For at opnå dette har Danmark siden 1982 ført fastkurspolitik over for D-mark og siden 1999 over for euroen. Det sker inden for rammer af det europæiske valutasamarbejde, ERM2. Fastkurspolitikken indebærer at Nationalbanken skal opretholde en fast kronekurs over for euro.¹

I en situation med uro på de internationale valuta- og kapitalmarkeder intervenserer Nationalbanken (dvs. køber og sælger valuta) for at fastholde de pengepolitiske renter. Fx kan det være relevant i en nedadgående pres på kronen at hæve de pengepolitiske renter for at gøre det mere attraktivt at placere i danske kroner og dermed holde kronens kurs oppe. Dette sker fx i 2008 under finanskrisen, hvor DK hæver de pengepolitiske renter, hvilket ses i figur 2 hvor der er en stigning i rentespændet på 0,1 pct. point.

¹ Danmarks økonomi siden 1980 (s.173)

I gennem 2012 foretog Nationalbanken ensidige nedsættelser af sine pengepolitiske renter for at forhindre stigning i kronens kurs over for euroen. Dette ses igen i figur 2 hvor rentespændet er på - 0,1 pct. point i 2012.

Renten på Nationalbankens såkaldte indskudsbeviser har siden 2015 været negative, hvilket skal ses på baggrund af den betydelige udpumpning af likviditet fra ECB, og at den danske krone betragtes som en ("sikker havn"). Også for 10-årige statsobligationer har rentespændet til Tyskland i perioder været svagt negativt som udtryk for, at Danmark betragtes som en sikker havn under den europæiske statsgældskrise.

Nationalbanken har følgende redskaber; folio som angiver pengeinstitutternes anfordringsindskud (umiddelbar likviditet). Folio har en fastsat ramme, hvilket betyder at Nationalbanken kan styre den umiddelbare likviditet ved at ændre denne.

Der er indskudsbeviser som er lig 1 mio. kr. kortløbende tidsindskud eller elektroniske værdipapirer med kort løbetid udstedt af Nationalbanken. For indskudsbeviser er der ikke nogen fast ramme og pengeinstitutterne må dermed placere likviditet ud over folirammen til en negativ rente. Udlån mod garanti, som angiver pengeinstitutternes mulighed for at låne likviditet i Nationalbanken med at stille garanti i form af f.eks. statsobligationer.

De pengepolitiske renters gennemslag til kronkursen sker via pengemarkedsrenterne. Hvilken af de pengepolitiske renter der er styrende for pengemarkedsrenterne, afhænger bl.a. af bankernes nettostilling over for nationalbanken. Ved stor nettostilling vil sektoren som helhed have et placeringsbehov i Nationalbanken, og de korte pengemarkedsrenter vil derfor i den situation normalt følge indskudsbevisrenten.²

I perioder med faldende nettostilling som ses i 2008 i figur på ca. 112 mia. kr. er der tendens til, at pengemarkedsrenterne begynder at trække op imod Nationalbankens udlånsrente. Ved en negativ udlånsrente i 2008 vil det typisk være Nationalbankens udlånsrente, der er styrende for pengemarkedsrenterne. Nettostillingen påvirkes af de autonome faktorer på Nationalbankens balance. De største påvirkninger kommer fra ind- og udbetalinger på statens konto i Nationalbanken og fra Nationalbankens interventioner.³ Fx når Nationalbanken intervenserer ved at købe kroner for at imødegå, at kronen svækkes, vil nettostillingen falde.

Både rentespændene og valutakursener er påvirket af markedsmæssige forklaringer, idet både obligationsrenterne, pengemarkedsrenterne og valutakursen er fastsat på de respektive markeder. De lange rentespænd som er forskellen mellem den danske og tyske statsobligationsrente, er et udtryk for den økonomiske og politiske risiko, som markedet vurderer, at der er ved at placere sin likviditet i tyske frem for danske statsobligationer. Udviklingen i det lange rentespænd påvirkes af markedsmæssige forklaringer, idet obligationsrenten er fastsat af de respektive markeder. Udover institutionelle og politiske faktorer er markedet også påvirket af konjunkturerne, idet disse bl.a. påvirker statsbudgetterne.

Med hensyn til statsbudgettet kigger markedet på saldoen og reagere når kreditværdigheden af en stat og dermed renteniveauet vurderes fx når Tyskland skal finansiere budgetunderskud.

Stigning i 2008 for den tyske obligationsrente skyldes en forbedring af den tyske offentlige saldo, som konsekvens af dette bliver rentespændet igen positivt frem til og med 2011. I 2012 bliver det igen negativt fordi markederne vurderer den danske økonomi som værende mere likvid end den tyske og de danske statsgældsbevisrenter er rekordlave, jf. STO s.212, fordi de er negative.

² Bilag om Fastkurspolitik_KVO1_2014 (s.55)

³ Ibid

Danmarks valutareserve er rekord- høj, og rentenedsættelsen skal bremse kapitalindstrømningen til DK. Det letter presset på kronen og stabiliserer kursen i forhold til Euroen.

Sammenhængen mellem det lange rentespænd og valutakursen er, at hvis der er tvivl om kronekursen og dermed evt. fastkurspolitikken, så vil det lange rentespænd, alt andet lige stige. Udenlandske investorer vil vurdere, at der er en risiko for, at kronen vil blive svækket, og i værste fald devaluere, hvorefter udenlandske ejere af danske statsobligationer vil få et valutakurstab. Samtidigt vil kronen blive svækket, fordi der vil blive udbudt flere kroner i valutamarkedet. Dette ser vi fx i figur 4 hvor der sker et fald i DKK/EUR fra 2013-2014, hvorimod det langespænd stiger i perioden 2013-2014.

Det korte rentespænd som ses i figur 3, er forskellen mellem placering af likviditet i pengemarkedet i EUR og i DKK. Spændet er drevet af de pengepolitiske-operationer som hhv. ECB og Nationalbanken foretager sig og typisk afspejler de økonomiske og politiske risici, markedet vurderer, at der er ved at placere sin likviditet i det ene frem for det andet rente område. Sammenhængen mellem det korte rentespænd og valutakursen er, at hvis der er tvivl om kronekursen og dermed eventuelt fastkurspolitikken, så vil Nationalbanken via sine pengepolitiske instrumenter øge sine korte renter og dermed tvinge de pengepolitiske renter op i Danmark og rentespændet i euroområdet vil øges. Det resulterer i en øget efterspørgsel efter kroner, og kronekursen vil stabilisere sig.

I 2008 er den danske pengeinstitutsektor i krise, hvilket afspejles i figur 3 med en forøgelse i det korte rentespænd. Derudover har de danske pengeinstitutioner vanskeligt ved at skaffe likviditet fra udenlandske pengeinstitutter. Det drastiske fald i rentespændet i perioden 2008-2009 fra 1,25 pct. point til 0,2 pct. point og det negative spænd i 2011 på -0,3 pct. point skyldes at euroområdet og dets banker kommer i en stor krise. Nationalbanken må gang på gang mindske renterne på sine redskaber for at fastholde centralkursen ift. euroen frem mod 2012, herfra viser figur 4 at kronen svækkes over for euroen fra 744 i 2012 til 745 i 2013 og Nationalbanken mindsker rentespændet, som kommer til at lægge tæt på nul.

Fastkurspolitikken i 2015 gør at renten på indskudsbeviser sænkes, specielt i begyndelsen af 2015 hvor der opstår spekulation mod DKK efter, at den schweiziske centralbank opgav deres ensidige binding til euroen. Kortvarigt er nationalbankens rente (indskudsbeviser) -0,75 pct. i 2015 men stabilisere efterfølgende til -0,65 pct. jf. Tabel 5 under bilag.

Markedet vurderer hele tiden om centralkursen er korrekt fastsat, for ellers vil markedet forsøge at korrigere kursen, men det vil Nationalbanken sammen med ECB også gøre. I perioden 2008-2012 styrkes kronen svagt, idet der er en øget efterspørgsel efter DKK.

I 2015 er der et historisk pres på kronen ("kronekrise"), idet spekulanter havde en forventning om, at Nationalbanken vil droppe fastkurspolitikken i Danmark, med en styrkelse af kronen over for euroen som følge, jf. STO s.216. Efterfølgende er kronen også styrket jf. Figur 4, frem til 2017.

Valutakursen på USD ift. DKK kan forklares som markedets vurdering af valutakursen mellem EUR og USD på grund af fastkurspolitikken. Vi ser på at såfremt EUR styrkes over USD, så vil kronen også styrkes over for USD, som det var tilfældet 2009-2017 jf. Figur 5. Og tilsvarende hvis EUR svækkes over for USD, så vil kronen også svækkes over for USD, som var tilfældet fra 2008-2014 og specielt i 2015-2016. Styrkelsen af USD over for DKK i 2015 jf. Figur 5, hvor den var på ca. 672 DKK/USD, er primært en følge af, at den amerikanske økonomi klarer sig bedre end euroområdet.

Bilag

Tabel 1. Den danske og tyske 10-årige statsobligationsrente											
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Danmark	4,3	3,6	2,9	2,7	1,4	1,7	1,3	0,7	0,3	0,5	0,5
Tyskland	4	3,2	2,7	2,6	1,5	1,6	1,2	0,5	0,1	0,3	0,4
Rentespænd mellem DK og DE statsobligationsrente	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1

Kilde: STO s. 189.
Anm: Hørende til figur 2.

Tabel 2. Det korte rentespænd mellem den danske centralbanks udlånsrente og ECB													
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pct. Point.	0,25	1,25	0,2	0,05	-0,3	-0,55	-0,05	0,15	0	0,05	0,05	0,05	0,05

Kilde: STO s.189
Anm: 2007-2008 brugt *ECB variabel rate tenders* og 2008-2019 brugt *ECB Fixed rate tenders*.

Tabel 3. Valutakursen (EUR/DKK)											
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
DKK/EUR	745,6	744,63	744,74	745,05	744,38	745,8	745,47	745,86	744,52	743,86	745,32

Kilde: STO s.189

Tabel 4. Valutakursen (USD/DKK)											
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
USD	509,86	535,51	562,57	536,22	579,72	561,6	561,9	672,69	673,27	659,53	631,74

Kilde: STO s.189

