
Hvordan virker pengepolitikken i Danmark?

Af

Peter Askjær Drejer, Statistisk Afdeling

Marianne Clausager Koch, Økonomisk Afdeling

Morten Hedegaard Rasmussen, Økonomisk Afdeling

Morten Spange, Økonomisk Afdeling

Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Hvad sker der, når de pengepolitiske renter ændres? Det spørgsmål er genstand for en analyse, som præsenteres i Del 2 til denne Kvartalsoversigt. I denne oversigtsartikel sammenfatter vi de væsentligste resultater fra analysen.

Pengepolitiske renteændringer påvirker potentielt husholdninger og virksomheder gennem to kanaler, nemlig rentekanalene og kreditkanalen.¹ Rentekanalene dækker over, at en ændring i de pengepolitiske renter slår igennem på bankernes detailrenter over for husholdninger og virksomheder. Vi finder, at der er et højt gennemslag. Der er dog indikationer af, at det er blevet mindre i forbindelse med finanskrisen.²

Ifølge hypotesen om kreditkanalen kan en ændring i de pengepolitiske renter påvirke det samlede udbud af lån. Det skyldes bl.a., at banker kan blive nødt til at reducere deres udlån som følge af et forværret kapitalgrundlag, da en rentestigning reducerer værdien af deres aktiver. Desuden forringes værdien af virksomhedernes aktiver og dermed deres mulighed for at stille sikkerhed, når pengepolitikken strammes. Ud fra en analyse af danske bankers udlån kan vi ikke påvise, at kreditkanalen spiller en væsentlig rolle for konjunkturudviklingen i Danmark. Der udgår dog alligevel en konjunkturforstærkende effekt fra den finansielle sektor, da bankernes rentemarginal øges i lavkonjunkturer og reduceres i højkonjunkturer. Rentemarginalens konjunkturfølsomhed afspejler formentlig i høj grad konjunkturbetingede ændringer i risikoen for tab på udlån og er således uundgåelig i en markedsøkonomi.

¹ I en økonomi med flydende valutakurs vil en renteændring også give sig udslag i valutakursen. I artiklen ser vi bort fra denne kanal.

² Desuden vil der være en påvirkning af de korte realkreditrenter. I det følgende fokuserer vi på gennemslaget på bankernes renter.

Artiklens væsentligste konklusion er, at pengepolitikken primært virker gennem rentekanalene, mens ændringer i det samlede låneudbud ikke kan påvises at have betydning. Vi præsenterer derfor en analyse af, hvordan økonomiens rentefølsomhed har udviklet sig siden 1995. Der findes tre klassiske effekter af en renteændring, nemlig den direkte effekt på indkomsterne, effekten på den private sektors formue og effekten på incitamentet til at spare op. Vi fokuserer på indkomstkanalen, som er den kanal, der potentielt har gennemgået den største udvikling som følge af ændringer i husholdningernes finansieringsmønster. Analysen viser, at både husholdninger og virksomheder gennem det seneste tiår er blevet væsentligt mere følsomme over for ændringer i de korte renter. Det skyldes dels en større udbredelse af lån med variabel rente, dels øget gældsætning.

Hvis konjunktursituationen i Danmark ligner euroområdet, kan den øgede rentefølsomhed være en fordel. Det er dog ikke entydigt godt, hvis rentefølsomheden i Danmark er stærkere end i euroområdet som helhed. I så fald kan Den Europæiske Centralbanks, ECB's, renteændringer, som er tilpasset konjunktursituationen i euroområdet, blive for kraftige for danske forhold, selv om dette i nogen grad kompenseres af det relativt høje danske rentefradrag. Den øgede rentefølsomhed er desuden en klar udfordring, hvis den danske konjunkturudvikling afviger fra euroområdet, eller der bliver brug for at anvende rentevåbnet til at forsvare kronekursen.

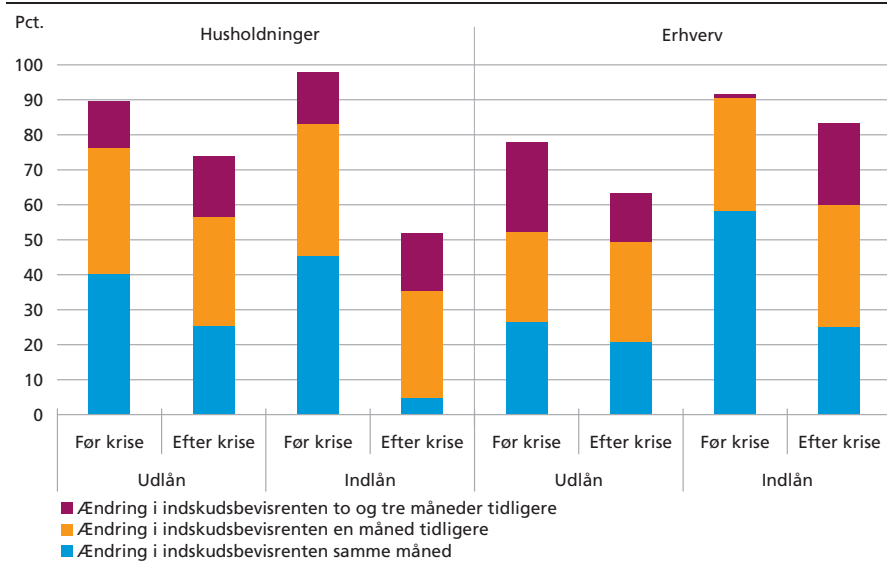
RENTEGENNEMSLAG

Nationalbanken ændrer lejlighedsvis niveauet for de pengepolitiske renter, som anvendes ved mellemværender med den kreds af banker, der fungerer som pengepolitiske modparter. Det sker som et led i fastkurspolitikken for at holde en fast kronekurs over for euroen. Ændringerne har betydning for bankernes detailrenter over for husholdninger og virksomheder. Det skyldes, at de pengepolitiske renter udgør alternativrenter til renten på lån og placeringer i pengemarkedet, og derfor er afgørende for pengemarkedsrenterne. De pengepolitiske renter kommer dermed til at bestemme prisen på bankernes likviditet og deres finansieringsomkostninger i kroner.

Vi har analyseret, hvor meget bankernes detailrenter ændrer sig efter en ændring i de pengepolitiske renter. I perioden før finanskrisen er 90 og 98 pct. af de pengepolitiske renteændringer overført til henholdsvis udlåns- og indlånsrenterne for husholdningerne efter tre måneder, jf. figur 1. Efter krisen synes gennemslaget for specielt indlån at være langsommere, og der er en antydning af, at det samlede gennemslag er lave-

GENNEMSLAG PÅ DETAILRENTER (SEKTORNIVEAU)

Figur 1



re. For virksomhederne er det samlede gennemslag efter tre måneder i perioden frem til krisen 78 pct. for udlån og 92 pct. for indlån, jf. figur 1. Som for husholdningerne er der en tendens til, at rentegennemslaget for både ind- og udlån er blevet lavere og langsommere efter krisen.

Det lavere gennemslag på indlånssiden kan muligvis forklares ved, at de likviditetsproblemer, som en række banker oplevede i forbindelse med finanskrisen, har skærpet konkurrencen om indlån, og bankerne derfor har undladt at følge Nationalbankens rentenedsættelser. Alternativt kan det skyldes, at Nationalbankens renteændringer i perioden i mindre omfang har afspejlet ændringer i ECB's officielle rentesatser, og at bankerne derfor kan have haft sværere ved at vurdere varigheden af ændringerne. Desuden kan det lave niveau for de pengepolitiske renter i 2010 have medvirket til at reducere gennemslaget, da indlånsrenterne traditionelt har ligget under de pengepolitiske renter, og renter ikke kan blive negative.

Årsagerne til det lavere rentegennemslag har betydning for, om det må forventes at vare ved. Noget tyder på, at faldet i nogen grad skyldes faktorer, der er specifikt relaterede til krisen, og som derfor ikke kan forventes at have varig betydning.

Vi undersøger, om der er bestemte karakteristika, som afgør, hvordan bankerne ændrer deres renter som reaktion på ændringer i de pengepolitiske renter. Vi inddeler bankerne efter tre nøgletal, som måler deres likviditet og mulighed for at opnå finansiering, nemlig: indlån i forhold til udlån, likviditetsoverdækning i forhold til lovens mindstekrav og ba-

lancens størrelse. For alle tre gælder, at en høj værdi indikerer bedre adgang til likviditet.

Gennemslagene i de forskellige grupper er meget ensartede. Kun i ét tilfælde kan vi identificere signifikante forskelle i koefficienterne for husholdninger, nemlig for indlån, hvor store banker har et højere gennemslag end små. Det kan afspejle, at små banker som regel har dårligere adgang til likviditet på pengemarkederne og derfor har været nødt til at tilbyde højere renter end konkurrenterne for at tiltrække indlån. Det kan have modvirket, at det faldende pengepolitiske renteniveau er slået fuldt igennem. Det højere gennemslag for de store banker kan dog også afspejle, at de generelt er toneangivende på markedet, mens de mindre banker først ændrer deres renter, når de har set, hvad de store gør. For udlån til virksomheder er der ingen signifikante forskelle.

På baggrund af det meget ensartede gennemslag for de forskellige grupper synes der ikke at være nogen væsentlig forklarende effekt fra de bankspecifikke karakteristika.

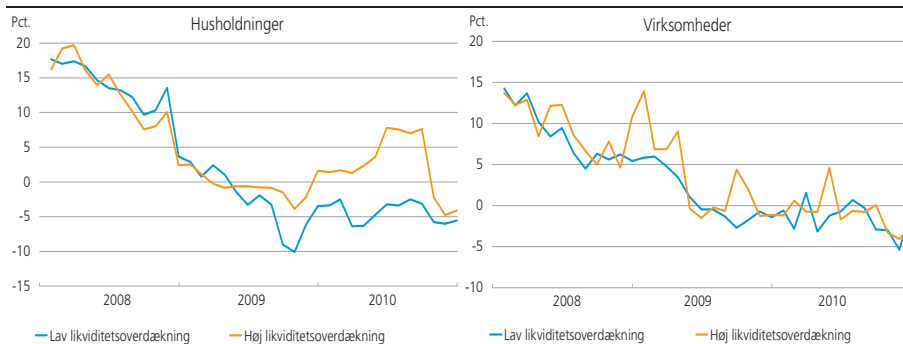
BANKUDLÅNSKANALEN

Kreditkanalen, som beskriver, hvordan det samlede udbud af lån afhænger af pengepolitikken, kan opdeles i en bankudlånskanal og en balancekanal. Bankudlånskanalen vedrører bankernes evne til at låne ud. En stigning i økonomiens renteniveau fører typisk til stigende tab og hensættelser på udlån og reducerer værdien af bankernes beholdninger af værdipapirer. Det har negativ betydning for deres kapitaldækning og kan tvinge dem til at reducere deres udlån for fortsat at leve op til de gældende kapitalkrav, hvilket forstærker den opstrammende effekt af en rentestigning.

Bankudlånskanalen belyses ved at undersøge, om der er en sammenhæng mellem bankernes udlånsvækst og en række bankspecifikke karakteristika. Vi antager, at efterspørgslen efter lån udvikler sig ensartet for alle bankerne. Dermed vil eventuelle forskelle i udlånsvækst udelukkende afspejle forskelle i låneudbud. Forskellene mellem bankerne gør det muligt at analysere, om låneuddudet er uens på tværs af banker med forskellige værdier for udvalgte bankspecifikke karakteristika.

Generelt viser analysen, at der ikke er væsentlige forskelle i bankernes udlånsvækst baseret på de forskellige mål for finansiel styrke. En grafisk analyse indikerer dog, at de banker, der i 2006 havde den bedste likviditetsoverdækning, er den gruppe, som siden finanskrisen har haft den højeste udlånsvækst til husholdninger, jf. figur 2.¹ Det kunne afspejle, at

¹ For perioden 2001-07 finder man ingen tydelig sammenhæng mellem likviditetsoverdækning og udlånsvækst.

MEDIAN FOR UDLÅNSVÆKST GRUPPERET EFTER LIKVIDITETSOVERDÆKNING Figur 2

Anm.: Figuren viser median-udlånsvæksten for den halvdel af bankerne, som har henholdsvis den laveste og den højeste likviditetsoverdækning. Likviditetsoverdækning er den likviditet, der ligger ud over lovens minimumskrav (10 pct.-kravet i lov om finansiel virksomhed, § 152) i procent af lovens minimumskrav. Bankerne er inddelt i grupper på baggrund af deres nøgletal ultimo 2006.

Kilde: Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

visse banker har været begrænsede i deres udlån, fordi de har manglet likviditet. Forskellen i udlånsvæksten mellem de to grupper er dog begrænset og kan skyldes andre forhold, som den grafiske analyse ikke tager højde for. Det understøttes af, at der er en betydeligt mindre forskel i udlånsvæksten til virksomheder, selv om disse udlån også kræver likviditet. Dermed er der ikke klare indikationer på, at bankerne har manglet likviditet for at kunne låne ud under finanskrisen. Adgangen til hybrid kernekapital i forbindelse med Bankpakke 2 kan have været med til at forebygge, at kreditgivning er blevet strammet via bankudlånskanalen. Det kan dog ikke afvises, at bankerne uafhængigt af deres position forud for krisen kan have strammet op på deres udlån.

I en økonometrisk analyse undersøger vi desuden, om en banks karakteristika har betydning for dens udlånsvækst, når der sker en pengepolitisk renteændring. Vi undersøger dermed, om bankernes balance har betydning for den pengepolitiske transmission. Hvis der er en bankudlånskanal, vil vi forvente at se forskelle mellem bankernes udlånsvækst, når forholdene på pengemarkedet ændrer sig. Det ser ikke ud til at være tilfældet.

BALANCEKANALEN

Balancekanalen er den del af kreditkanalen, der vedrører låntagernes balancer. Den bygger på en antagelse om, at en pengepolitisk stramning reducerer værdien af virksomhedernes og husholdningernes aktiver. Det gælder både reale aktiver, som fx maskiner og bygninger, og finansielle aktiver. Dermed begrænses virksomhedernes mulighed for at stille sikkerhed for lån. Desuden vil en rentestigning normalt føre til, at efter-

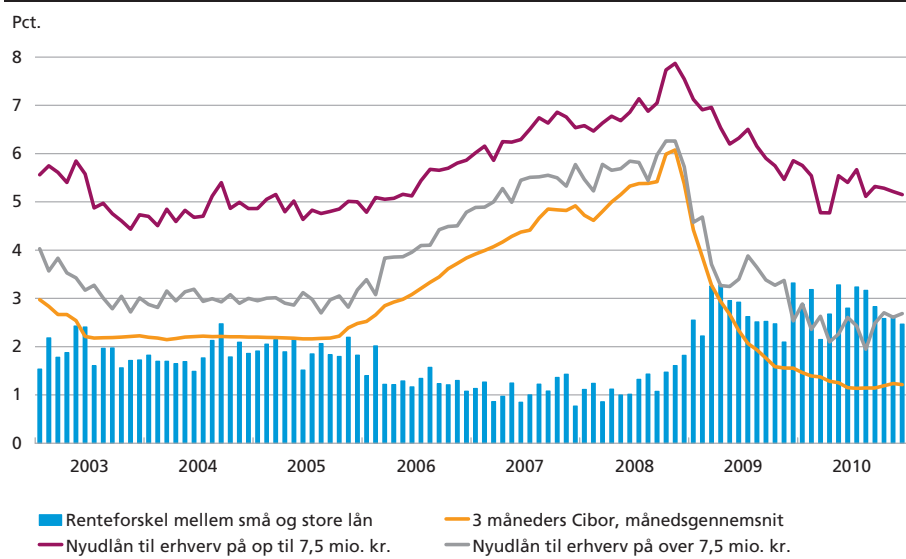
spørgslen falder, og det reducerer virksomhedernes fremtidige indtjening. Ifølge hypotesen om en balancekanal gør det bankerne mere tilbageholdende med at låne ud.

Balancekanalen giver sig udslag i, at investeringsomfanget i virksomheder, som er vanskelige at kreditvurdere, i særlig høj grad kommer til at afhænge af muligheden for intern finansiering. En analyse af, om det er tilfældet for danske virksomheder, kræver opbygning af et datasæt med regnskabsoplysninger for virksomhederne over en årrække. Det ligger uden for rammerne af artiklen. Der findes en række udenlandske studier af balancekanalen. Nogle af dem konkluderer, at den primært er relevant for små virksomheder, mens den ikke i nævneværdig grad påvirker større virksomheder. For at belyse, om kreditvilkårene for store og små virksomheder i Danmark udvikler sig forskelligt over konjunkturcyklen, ser vi på udviklingen i renteforskellen mellem store og små lån til virksomheder.

Data for udlånsrenter opdelt efter lånets størrelse er kun til rådighed fra 2003, så analysen bygger på erfaringerne fra den seneste konjunkturcykel. I årene op til, at finanskrisen kulminerede i 2008, var renteforskellen mellem store og små bankudlån til virksomheder ca. 1 procentpoint, jf. figur 3. Det er tæt på en halvering i forhold til den forudgående periode. Den meget lave rentemarginal afspejler formentligt den jagt på afkast, som fandt sted op til krisen, og som medførte, at renterne ikke altid afspejlede lånenes reelle risiko.

UDVIKLING I RENTEN PÅ SMÅ OG STORE NYUDLÅN TIL VIRKSOMHEDER

Figur 3



Kilde: Danmarks Nationalbank.

I forbindelse med krisen blev renteforskellen udvidet markant til omtrent 3 procentpoint, hvilket er det højeste niveau, siden statistikken begyndte i 2003. Det indikerer, at det primært er mindre virksomheders finansieringsvilkår, som er blevet påvirket af finanskrisen. For større virksomheder er det vanskeligt at forestille sig, at balancekanalen har væsentlig betydning. Dels er de blevet mindre ramt på rentemarginalen, dels har de lettere adgang til alternative finansieringskilder. I Danmark har balancekanalen derfor næppe stor betydning på makroniveau.

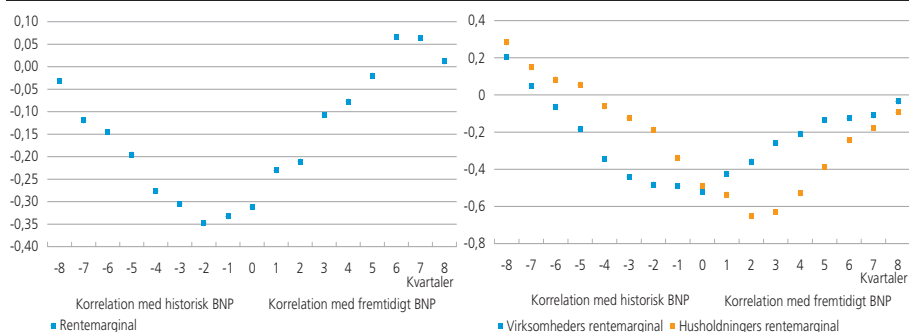
KONJUNKTUR OG RENTEMARGINAL

Den finansielle sektor kan godt have betydning for konjunkturudviklingen, selv om der ikke er en egentlig kreditkanal. Det er fx tilfældet, hvis rentemarginalen varierer med konjunktursituationen. Bankernes tab på udlån vil typisk stige under en lavkonjunktur. Det kan de tage højde for ved at øge deres rentemarginal. Desuden vil de sjældent forsøge at udvide deres markedsandel i en lavkonjunktur, da de løber en stor risiko for at tiltrække dårlige kunder, som har fået afslag på kredit i andre banker. Som konsekvens deraf kan de potentielt udnytte deres viden om eksisterende kunders kreditrisiko til at hæve renterne på udlån til dem ud over, hvad tabsrisikoen tilsiger, uden at kunderne skifter til andre banker.

Vi ser på rentemarginalens konjunkturfølsomhed udtrykt ved de dynamiske korrelationer mellem den cykliske komponent af rentemarginalen og den cykliske komponent i bruttonationalproduktet, BNP, jf. figur 4, venstre. Den negative samtidige korrelationskoefficient indikerer, at rentemarginalen er kontracyklisk og dermed virker konjunkturforstærkende.

KORRELATION MELLEEM RENTEMARGINALER OG FORUDGÅENDE, INDEVÆRENDE OG EFTERFØLGENDE KVARTALERS PRODUKTIONSGAB

Figur 4



Anm.: Beregningen er foretaget for den cykliske komponent i tidsrækkerne, der defineres som afvigelsen fra en HP-filtreret trend. Figuren til venstre er baseret på data for 1983-2010, og figuren til højre for 1995-2010.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

Hvis bankerne er fremadskuende, vil de begynde at tilpasse rentemarginalen, før økonomien vender. Det ville afspejle sig i en stærk sammenhæng mellem marginalen og fremtidig BNP-vækst. Men vi finder den stærkeste empiriske sammenhæng mellem rentemarginalen og BNP 0-2 kvartaler tilbage i tid. Det tyder på, at bankerne snarere halter lidt efter den makroøkonomiske udvikling, når de justerer deres ind- og udlånsrenter. Siden 1995 har bankerne haft tendens til at være lidt mere fremadskuende, når de fastsætter renterne på udlån til husholdninger sammenlignet med renterne på erhvervsudlån, jf. figur 4, højre.

INDKOMSTERNES RENTE FØLSOMHED

Pengepolitikken virker primært via gennemslaget til pengemarkedsrenterne og detailrenterne og gennem renterne på finansielle fordringer. I det følgende ser vi på, hvordan husholdninger og virksomheder påvirkes af en pengepolitisk renteforhøjelse. Man taler typisk om tre klassiske kanaler, nemlig den direkte indkomsteffekt, formuekanalen og effekten på incitamentet til at spare op. Vi fokuserer på indkomsteffekten, som er den kanal, der potentielt er mest påvirket af den øgede udbredelse af variabelt forrentede lån til finansiering af boligkøb.

Rentetilpasningslåne betyder, at husholdningerne er blevet væsentligt mere følsomme over for udsving i den korte rente, jf. figur 5, venstre¹. Beregningen er udelukkende baseret på de poster på husholdningernes finansielle balance, hvor rentebetalingerne inden for en kort tidshorisont vil blive påvirket af ændringer i den korte rente (bankindskud og banklån, korte obligationer og realkreditlån med tilpasning under 1 år). Hvis den korte rente stiger med 1 procentpoint, medfører det, at husholdningernes disponible indkomst falder med omtrent 0,7 pct. i 2010. Tidligere var effekten relativt begrænset.² Husholdningerne er dermed blevet mere rentefølsomme.

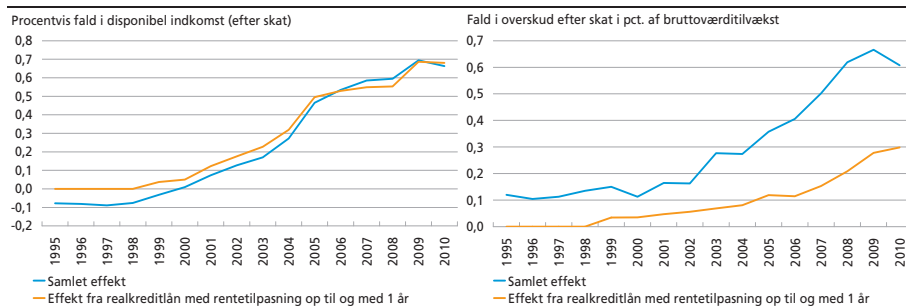
Beregningen er partiel, da vi ser bort fra, at en stor del af realkreditobligationerne ejes indirekte af husholdningerne gennem deres pensionsopsparinger. Det gælder dog primært for de lange obligationer, mens de korte i stort omfang ejes af bankerne. Vi ser endvidere bort fra

¹ Regneeksemplet tager udgangspunkt i et skøn over husholdningernes finansielle aktiver og passiver med rentetilpasning under 1 år. Fx havde husholdningerne i 2010 lån med rentetilpasning inden for 1 år for 1.460 mia. kr. (fordelt med 857 mia. kr. i realkreditlån med tilpasning under 1 år og banklån for 603 mia. kr.). Derfra modregnes indestående i banker og beholdninger af kortfristede obligationer for i alt 624 mia. kr. Husholdningernes nettopassiver med tilpasning inden for 1 år udgjorde dermed 836 mia. kr. Antages det, at disse følger den korte rente, vil en forhøjelse i den korte rente med 1 procentpoint medføre øgede udgifter på 5,7 mia. kr. efter skat ved en skattesats på 32 pct. Det svarer til 0,7 pct. af husholdningernes disponible indkomst.

² Det er vanskeligt at opgøre en sammenlignelig direkte effekt på husholdningerne af ændringer i de lange renter. Umiddelbart vil de ikke have en direkte effekt på husholdningernes udgifter til rentebetalinger på lån, da de på fastforrentede lån vil ligge fast. Omvendt kan der være effekter via konverteringsgevinster.

HUSHOLDNINGERS OG VIRKSOMHEDERS RENTEFØLSOMHED OVER TID VED 1 PROCENTPOINT STIGNING I DEN KORTE RENTE

Figur 5



Anm.: Nogle underliggende data for beregningen er delvis baseret på skøn. Der er set bort fra påvirkningen via pensionsformuen. En højere rente øger afkastet af pensionsformuen, som på længere sigt flyder tilbage til husholdningerne i form af højere pensionsudbetalinger. Omvendt afhænger dette kun i begrænset omfang af den korte rente, da pensionselskaber primært investerer i lange obligationer og aktier.

Kilde: Realkreditrådet, Danmarks Statistik, Finansministeriet, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

andre effekter af en rentestigning på husholdningernes disponible indkomst via gennemslaget på økonomien (fx via beskæftigelsen), eller via ændringer i husholdningernes dispositioner. Endelig ser vi bort fra effekter af renteændringer på andre finansielle poster som fx realkreditlån med rentetilpasning over 1 år.

Også uden for Danmark er udviklingen gået i retning af større gæld i husholdningerne og flere variabelt forrentede lån. Men danske husholdninger er internationalt set blandt de mere rentefølsomme, fordi de kombinerer høj bruttogæld med udbredt anvendelse af variabelt forrentede lån.

I figur 5, højre, vises en beregning af, hvordan en ændring i den korte rente påvirker virksomhedernes resultat i forhold til bruttoværditilvæksten. Som den tilsvarende beregning for husholdninger tager den udgangspunkt i de ikke-finansielle selskabers beholdning af realkreditlån med rentetilpasning under 1 år, lån og indlån i banker samt beholdningen af korte obligationer¹. Virksomhederne er således også blevet betydeligt mere rentefølsomme det seneste tiår, men i modsætning til husholdningerne forklarer den øgede udbredelse af rentetilpasningslån kun halvdelen af den samlede ændring. Virksomhedernes øgede rentefølsomhed er også i høj grad en konsekvens af øget gældsætning.

For at vurdere de bredere implikationer af den større rentefølsomhed, er det et centralt spørgsmål, om de pengepolitiske renter generelt er "passende" i forhold til konjunkturudviklingen. Hvis pengepolitikken er afstemt med konjunktursituationen, må et stort gennemslag på realøkonomien anses som en fordel. Omvendt, hvis ændringer i de pengepolitiske renter er uafhængige af konjunktursituationen, men i stedet fx

¹ I beregningen for virksomheder anvendes en skattesats på 28 pct.

skyldes, at det er nødvendigt at imødegå et spekulativt pres på kronen, kan det virke konjunkturførstærkende.

Den tætte samvariation mellem konjunkturudsvingene i Danmark og euroområdet må forventes at fortsætte. Det skyldes, at Danmark er tæt integreret med euroområdet både på det realøkonomiske og det finansielle plan. ECB's pengepolitik vil derfor i normale situationer fortsat i rimelig grad passe til den danske konjunkturudvikling. I det omfang dansk økonomi er mere rentefølsom end euroområdet, kan udsvingene i de pengepolitiske renter dog tænkes at virke stærkere på konjunkturudviklingen i Danmark end i euroområdet. Desuden kan der opstå situationer, hvor pres på kronkursen gør det nødvendigt med selvstændige danske renteforhøjelser, sådan som vi fx så det under finanskrisen i efteråret 2008. Den større brug af lån med variabel rente og den generelle stigning i husholdningernes bruttogæld har klart gjort dem mere følsomme over for selvstændige danske renteforhøjelser.