

# DANMARKS NATIONALBANK

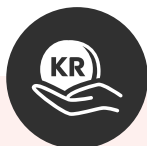
3. APRIL 2020 — NR. 5

## Positivt gennemslag fra negative renter



### Effekt af negative renter debatteres internationalt

En række lande har negative pengepolitiske renter. Der har været udtrykt bekymring for, om de i nogle tilfælde kan have uønskede effekter på bankernes udlånsrenter.

[Læs mere](#)

### Negative renter understøtter udlånet i Danmark

I Danmark er gennemslaget til bankernes udlånsrenter fortsat positivt, og der er ikke indikationer på, at de negative renter har svækket bankernes udlån.

[Læs mere](#)

### Lavere gennemslag for banker med mere risiko

Gennemslaget fra de pengepolitiske renter til bankernes udlånsrenter aftog omkring finanskrisen, drevet hovedsageligt af de banker, der havde påtaget sig mest risiko før krisen.

[Læs mere](#)

## Positivt gennemslag fra negative renter

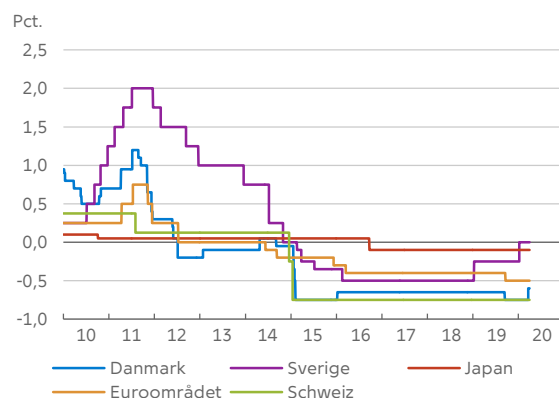
Nationalbankens toneangivende pengepolitiske rente – renten på indskudsbeviser – har med undtagelse af nogle måneder i 2014 været negativ siden juli 2012. De pengepolitiske renter er også negative i euroområdet, Schweiz og Japan, mens Sveriges Riksbank for nylig satte renten op til nul efter næsten fem år i negativt territorium, jf. figur 1.

De negative renter i en række lande har medført en diskussion af, hvorvidt de i nogle situationer har ført til højere renter på bankernes udlån og lavere vækst i udlånet. Normalt er gennemslaget af pengepolitikken sådan, at bankerne reagerer på en nedsættelse af de pengepolitiske renter ved at reducere ind- og udlånsrenterne. Det understøtter udlånet.<sup>1</sup> Diskussionen går således på, om effekten af pengepolitikken er vendt rundt. Et studie på baggrund af danske banker indikerer imidlertid ikke, at rentegennemslaget er vendt, jf. Adolfsen og Spange (2020).<sup>2</sup> Negative renter har i stedet ført til en yderligere reduktion af bankernes udlånsrenter, ligesom der ikke er indikationer på, at de har ført til et fald i udlånet. I Danmark har negative renter derfor haft et gennemslag til udlånsrenterne, der ligner det, som følger af meget lave – men positive – renter.<sup>3</sup> Gennemslaget er dog blevet langsommere end før.

Tanken om, at negative renter kan svække udlånet, bygger på, at de negative renter presser bankernes indtjening og dermed reducerer deres kapitalgrundlag. Nettorenteindtægterne i bankerne er generelt faldet som følge af negative renter. Det afspejler i høj grad, at bankerne har været tøvende med at introducere negative indlånsrenter. I en dansk sammenhæng er det primært tilfældet for indlån fra husholdninger, mens virksomheders indlån gennem en længere periode er blevet forrentet negativt, jf. figur 2. Det samlede gennemslag til indlånsrenterne er således blevet klart reduceret.

**Negative pengepolitiske renter i flere lande**

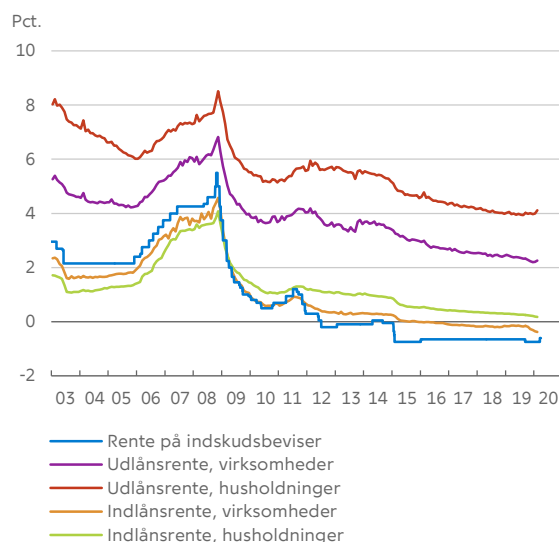
Figur 1



Anm.: Toneangivende pengepolitiske renter.  
Kilde: Thomson Reuters Datastream og Danmarks Nationalbank.

**Bankerne har tøvet med at introducere negative indlånsrenter for husholdninger**

Figur 2



Anm.: Bankernes gennemsnitlige renter og Nationalbankens rente på indskudsbeviser.  
Kilde: Danmarks Nationalbank.

1 I Danmark er de negative renter indført med henblik på at opretholde en fast kurs på kroner over for euro og ikke med henblik på at stimulere udlånet.

2 Metodemæssigt følger studiet Eggertsson mfl. (2019).

3 Se også Jensen og Spange (2015) for en gennemgang af, hvordan introduktionen af negative renter i Danmark påvirkede rentegennemslaget og efterspørgslen efter kontanter.

Den svækkede indtjening i bankerne kan ifølge en modelbaseret analyse medføre, at de må skære ned på deres udlån.<sup>4</sup> I teorien kan der derfor være et niveau for den pengepolitiske rente, hvor yderligere rentenedsættelser vil resultere i højere renter på bankernes udlån og en svagere udlånsvækst. Dette niveau for den pengepolitiske rente er i litteraturen blevet døbt "reversal rate". Når den pengepolitiske rente er lavere end den såkaldte reversal rate, vil en yderligere nedsættelse virke som en stramning af pengepolitikken.

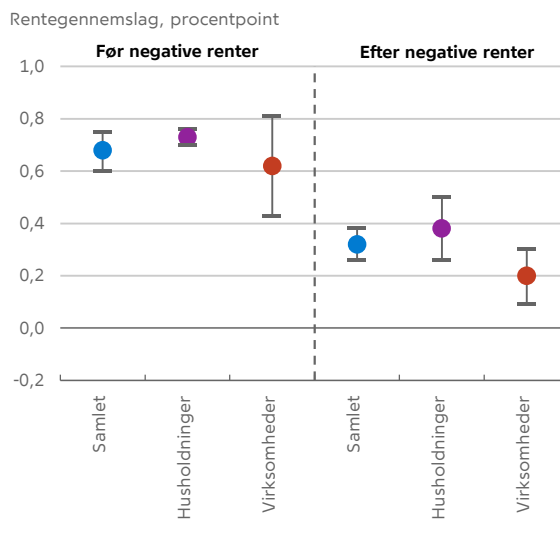
En række studier har undersøgt, hvordan bankerne i forskellige lande i praksis har reageret på negative pengepolitiske renter. Resultaterne er ikke entydige. Et studie udført på baggrund af svenske banker argumenterer for, at bankerne har reageret på reduktioner i de pengepolitiske renter ved at sætte udlånsrenterne op og skære ned på udlånet – altså det omvendte gennemslag af normalt.<sup>5</sup> Modsat argumenterer en analyse fra Sveriges Riksbank for, at de negative renter har medvirket til at understøtte økonomien i Sverige.<sup>6</sup> Der er ligeledes en række studier, der har fundet, at de negative renter har medvirket til at understøtte bankernes udlån i euroområdet eller i udvalgte eurolande.<sup>7</sup> Den Europæiske Centralbank har også i sin officielle kommunikation understreget, at de negative renter har understøttet økonomien.<sup>8</sup>

## Rentegennemslag og udlånsvækst i Danmark

Danmark er det land, der har haft negative pengepolitiske renter i længst tid. På baggrund af ovenstående diskussion er det derfor relevant at analysere bankernes adfærd ved negative renter herhjemme. En analyse på baggrund af data for 23 store og mellemstore danske banker viser, at der fortsat er

### Rentegennemslaget er stadig positivt

Figur 3



Anm.: Samlet gennemslag fra en ændring i renten på indskudsbeviser på 1 procentpoint til bankernes udlånsrenter i løbet af 3 måneder. "Samlet" er et vægtet gennemsnit af bankernes renter til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Cirklerne viser estimatet for rentegennemslaget, og klammerne angiver et 95-pct.-usikkerhedsbånd for estimatet.

Kilde: Adolfsen og Spange (2020).

en positiv sammenhæng mellem de pengepolitiske renter og bankernes udlånsrenter til husholdninger og virksomheder – også efter introduktionen af negative pengepolitiske renter. Analysens resultat ses i figur 3, der viser gennemslaget fra de pengepolitiske renter til bankernes udlånsrenter før og efter introduktionen af negative renter.<sup>9</sup> Overgangen til negative renter har dog medført, at bankerne er blevet langsommere til at videresende de pengepolitiske renteændringer til låntagerne.

I Danmark er det især bankernes tøven med at introducere negative renter på indlån fra husholdninger, som har svækket bankernes indtjening og

4 Se Brunnermeier og Koby (2019).

5 Se Eggertsson mfl. (2019). Heider mfl. (2018) argumenterer for, at noget lignende har gjort sig gældende i euroområdet.

6 Se Erikson og Vestin (2019).

7 Se Altavilla mfl. (2019), Bottero mfl. (2019), Eisenschmidt og Smets (2018) og Demiralp mfl. (2019).

8 Se fx Lane (2019).

9 Se Adolfsen og Spange (2020) for en uddybning af metoderne og datagrundlaget bag de resultater, som er præsenteret i denne analyse.

dermed ifølge teorien kan få dem til at stramme op på udlånet. På den baggrund vil særligt banker, der i høj grad finansierer sig via indlån fra husholdninger, forventes at få reduceret deres indtjening som følge af de negative pengepolitiske renter. Der ses imidlertid ingen klar sammenhæng mellem bankernes indlånsandel og deres rentegennemslag, jf. figur 4, som viser gennemslaget fra de pengepolitiske renter til udlånsrenterne for banker med henholdsvis høj og lav indlånsandel fra husholdninger. Fraværet af den klare sammenhæng gælder både før og efter introduktionen af negative pengepolitiske renter.<sup>10</sup>

Indlånsandelen har heller ikke haft indflydelse på de enkelte bankers udlånsvækst i perioden med negative renter, jf. figur 5, der viser den gennemsnitlige årlige udlånsvækst for banker med henholdsvis høj og lav indlånsandel fra husholdninger. Samlet set er der derfor i en dansk sammenhæng ikke noget, der på baggrund af analysen tyder på, at de negative pengepolitiske renter har virket omvendt af normalt.

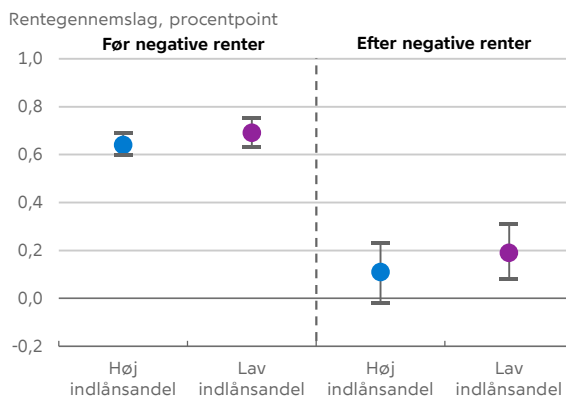
## God indtjening i bankerne trods negative renter

Det er centralt for hypotesen om det omvendte gennemslag fra de pengepolitiske renter til bankernes udlånsrenter, at bankernes indtjening kommer under pres. Men mens bankernes nettorenteindtægter som forudset er faldet efter introduktionen af negative renter, er dette i en dansk sammenhæng i betydeligt omfang blevet modgået af højere indtjening fra gebyrer og fra bidragssatser på realkreditlån, jf. figur 6. Desuden har nedskrivningerne i en årrække været meget lave, hvilket bl.a. afspejler de lave udlånsrenter.<sup>11</sup> Internationalt er der også indikationer på, at negative renter ikke i væsentligt omfang har udfordret bankernes indtjening.<sup>12</sup>

Der er en nedre grænse for bankernes indlånsrenter. Det betyder, at det i princippet altid er muligt for en husholdning eller virksomhed at få sit indlån

### Rentegennemslag afhænger ikke af bankernes indlånsandel

Figur 4

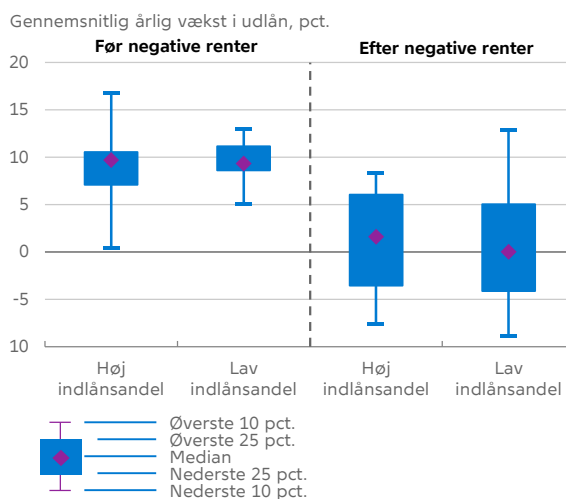


Anm.: Samlet gennemslag fra en ændring i renten på indskudsbeviser på 1 procentpoint til bankernes vægtede udlånsrenter til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder i løbet af 3 måneder. Banker med en høj indlånsandel har en andel af indlån fra husholdninger på balancen, som er højere end medianandelen – og omvendt for banker med en lav indlånsandel. Cirklerne viser estimatet for rentegennemslaget, og klammerne angiver et 95-pct.-usikkerhedsbånd for estimatet.

Kilde: Adolfsen og Spange (2020).

### Udlånsvækst afhænger ikke af bankernes indlånsandel

Figur 5



Anm.: Gennemsnitlig årlig vækst i bankernes udlån til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Banker med en høj indlånsandel har en andel af indlån fra husholdninger på balancen, som er højere end medianandelen – og omvendt for banker med en lav indlånsandel.

Kilde: Adolfsen og Spange (2020).

<sup>10</sup> Forskellene er ikke statistisk signifikante på et 5-pct.-niveau.

<sup>11</sup> Se Danmarks Nationalbank (2019) for en uddybning af effekterne af negative renter på bankernes indtjening.

<sup>12</sup> Se Lopez mfl. (2019).

udbetalt i kontanter, som har en rente på nul. Der er dog væsentlige praktiske udfordringer forbundet med at opbevare og anvende større mængder af kontanter. Den nedre grænse for renterne er derfor ikke støbt i cement. Der har været negative indlånsrenter over for virksomheder i flere år, jf. figur 7 (højre). Det gælder ikke mindst for finansielle virksomheder som forsikringsselskaber og pensionskasser.

I august 2019 meddelte Jyske Bank som den første danske bank, at den ville indføre negative renter på store indlån fra husholdninger med effekt fra december samme år. Siden da har en række andre banker fulgt dette eksempel. Hvis indlån fra husholdninger i stigende grad forrentes negativt, vil det forventes at reducere effekten af negative renter på bankernes indtjening. Indførelsen af negative renter på indlån fra husholdninger kan yderligere understøtte det normale rentegennemslag. Det vil sige, at bankernes ind- og udlånsrenter reduceres og udlånet understøttes, i takt med at de pengepolitiske renter nedsættes.

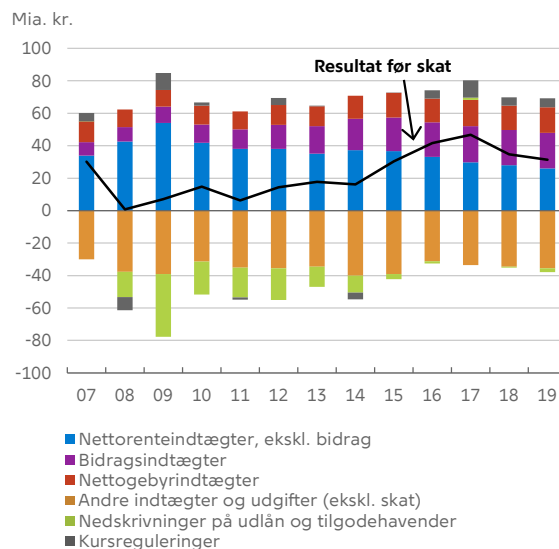
## Reduceret gennemslag efter finanskrisen afspejler kompensation for risiko

Mens rentegennemslaget er forblevet positivt, er det faldet ad to omgange siden finanskrisen, jf. figur 8, som viser rentegennemslaget henholdsvis før den finansielle krise, i forbindelse med den finansielle krise og efter indførelsen af negative renter. Et tidligere studie af danske banker har vist, at rentegennemslaget faldt allerede i forbindelse med den finansielle krise i 2008-09, inden renterne blev negative.<sup>13</sup> Det yderligere fald i gennemslaget skete i forbindelse med overgangen til negative renter.

Hvor de enkelte bankers karakteristika, fx deres indlånsandel, ikke synes at kunne forklare væsentlige forskelle i gennemslag efter overgangen til negative renter, så er der én faktor, der synes at have en væsentlig betydning for faldet i gennemslag siden den finansielle krise. Det drejer sig om risikoprofilen i de

### Høj profit i bankerne trods lavere nettorenteindtægter

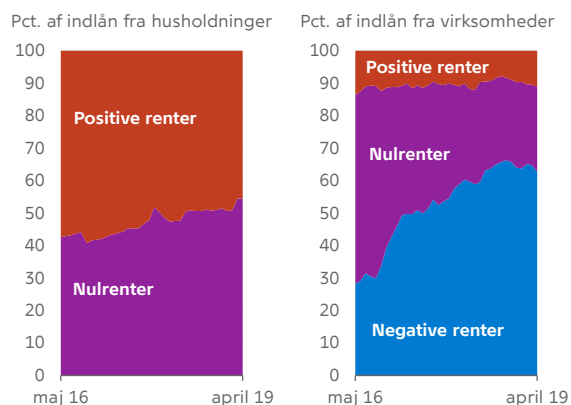
Figur 6



Anm.: Resultat for systemiske banker (SIFI-banker).  
Kilde: Danmarks Nationalbank.

### Negative indlånsrenter til virksomheder, men tøven over for husholdninger

Figur 7



Anm.: Andele af indlån med positiv, nul- og negativ rente for husholdninger (venstre) og ikke-finansielle virksomheder (højre).  
Kilde: Danmarks Nationalbank.

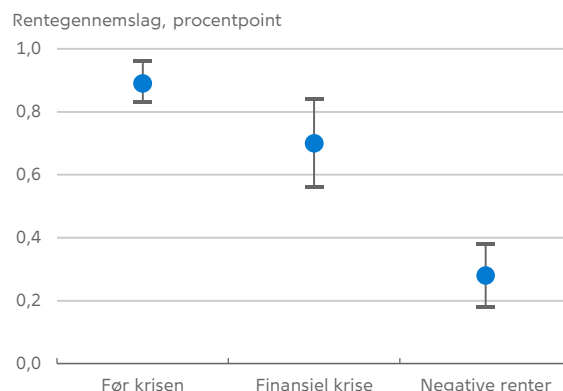
13 Se Drejer mfl. (2011).

enkelte bankers udlånsportefølje. Der er en klar tendens til, at det fald i rentegennemslaget, der fandt sted i forbindelse med den finansielle krise, drives af banker med en relativt høj risiko i udlånet.<sup>14</sup>

Forud for den finansielle krise var der ikke væsentlige forskelle i udlånsrenterne mellem de banker, der havde henholdsvis en høj og en lav risiko i udlånet, jf. figur 9. I forbindelse med finanskrisen var der imidlertid en klar tendens til, at især de banker, der havde opbygget en relativt mere risikabel udlånsportefølje, var tilbageholdende med at reducere udlånsrenterne, i takt med at de pengepolitiske renter blev sat ned. Det kan afspejle, at nogle banker ikke tog tilstrækkeligt højde for risikoen i deres udlån før den finansielle krise, og at de efterfølgende krævede højere kompensation for den højere risiko. Forskellen i udlånsrenter mellem banker med høj og lav risiko har været meget vedvarende. Den forøgede risiko i bankernes udlånsporteføljer oven på den finansielle krise kan med andre ord have bidraget til, at bankernes udlånsrenter er faldet langsommere end de pengepolitiske renter siden 2009.

### Lavere rentegennemslag i den finansielle krise og med negative renter

Figur 8

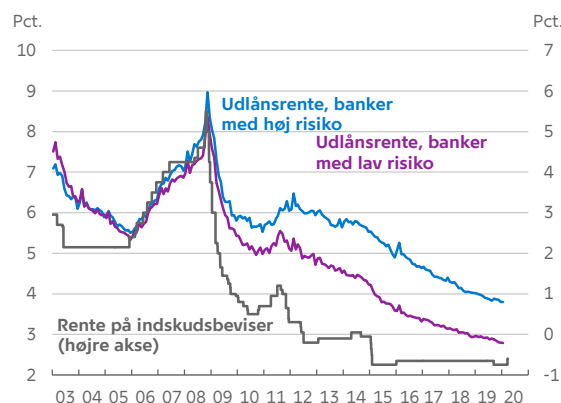


Anm.: Samlet gennemslag fra en ændring i renten på indskudsbeviser på 1 procentpoint til bankernes vægtede udlånsrenter til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder i løbet af 3 måneder. "Før krisen" angiver perioden før november 2008, hvorefter renten på indskudsbeviser begyndte at falde. Cirklerne viser estimatet for rentegennemslaget, og klammerne angiver et 95-pct.-usikkerhedsbånd for estimatet.

Kilde: Adolfsen og Spange (2020).

### Banker med høj risiko i udlånsporteføljen holdt renterne oppe i kølvandet på den finansielle krise

Figur 9



Anm.: Bankerne er opdelt i to lige store grupper på baggrund af risikoprofilen af deres udlån. Som en indikator for risiko i udlånet under og efter den finansielle krise benyttes den enkelte banks udlånsvækst i 2006-07. Det har efterfølgende vist sig, at udlånsvækst i netop denne periode var en god indikator for problemer i banksektoren under den efterfølgende finanskrisen, jf. Rangvid (2013). Udlånsvæksten umiddelbart inden finanskrisen er desuden højt korreleret både med andelen af udlån uden for kategorien af god bonitet og med bankernes nedskrivninger i de efterfølgende år.

Kilde: Danmarks Nationalbank samt Adolfsen og Spange (2020).

<sup>14</sup> Som et udtryk for risikoen i udlånet benyttes den enkelte banks udlånsvækst i årene 2006-07. Se Adolfsen og Spange (2020) for detaljer.

## Litteratur

Adolfson, J.F. og M. Spange (2020), Modest pass-through of monetary policy rates to retail rates but no reversal, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 154, april.

Altavilla, C., L. Burlon, M. Giannetti og S. Holton (2019), Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms, *ECB Working Paper Series*, nr. 2289, juni.

Bottero, M., C. Minoiu, J.L. Peydro, A. Polo, A.F. Presbitero og E. Sette (2019), Negative Monetary Policy Rates and Portfolio Rebalancing: Evidence from Credit Register Data, *IMF Working Paper*, 19/44, februar.

Brunnermeier, M.K. og Y. Koby (2019), The Reversal Interest Rate, upubliceret manuskript, Princeton University, januar.

Danmarks Nationalbank (2019), Lavere kapitaloverdækning i bankerne, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell stabilitet)*, nr. 25, november.

Demiralp, S., J. Eisenschmidt og T. Vlassopoulos (2019), Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area, *ECB Working Paper Series*, nr. 2283.

Drejer, P.A., M.C. Koch, M.H. Rasmussen, M. Spange og S.V. Sørensen (2011), Hvordan virker pengepolitikken i Danmark?, *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt*, del 2, s. 1-66.

Eggertsson, G.B., R.E. Juelsrud, L.H. Summers og E.G. Wold (2019), Negative nominal interest rates and the bank lending channel, *Norges Bank Working Paper* 2019-4.

Eisenschmidt, J. og F. Smets (2018), Negative Interest Rates: Lessons from the Euro Area, udgivet i A. Aguirre, M. Brunnermeier og D. Saravia (red.), *Monetary policy and Financial stability: Transmission Mechanisms and Policy Implications*, kapitel 2, volume 26, s. 13-42 Central Bank of Chile, Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series.

Erikson, H. og D. Vestin (2019), Pass-through at Mildly Negative Policy Rates: The Swedish Case, *Sveriges Riksbank, Staff memo*, januar.

Heider, F., F. Saidi og G. Schepens (2018), Life below zero: bank lending under negative policy rates, *ECB Working Paper Series*, nr. 2173.

Jensen, C.M. og M. Spange (2015), Rentegennemslag og kontantefterspørgsel ved negative renter, *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, s. 53-64.

Lane, P. (2019), *Monetary Policy and Below-Target Inflation*, tale afholdt ved Bank of Finland conference on monetary policy and future of EMU, ([link](#)).

Lopez, J., A. Rose og M.M. Spiegel (2019), Why Have Negative Nominal Interest Rates Had Such a Small Effect on Bank Performance? Cross Country Evidence, upubliceret manuskript, september.

Rangvid, J. (2013), *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Erhvervs- og Vækstministeriet, rapport, september.

## UDGIVELSER



### NYT

Nyt giver et hurtigt og tilgængeligt indblik i en Analyse, et Economic Memo, et Working Paper eller en Rapport fra Nationalbanken. Nyt udkommer løbende.



### ANALYSE

Nationalbankens Analyseserie har fokus på økonomiske og finansielle forhold. Nogle af analyserne udkommer med fast frekvens, fx *Udsigter for dansk økonomi* og *Finansiel stabilitet*, der begge udkommer halvårligt. Andre analyser udkommer løbende.



### RAPPORT

Nationalbankens Rapportserie er tilbagevendende rapporter og beretninger om Nationalbankens virke. Det er fx *Årsrapport* og *Statens låntagning og gæld*.



### ECONOMIC MEMO

Economic Memo er en mellemting mellem en Analyse og et Working Paper og viser ofte forfatterens igangværende analysearbejde. Serien henvender sig primært til fagpersoner og offentliggøres alene på engelsk. Economic Memo udkommer løbende.



### WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde udført af ansatte i Nationalbanken og samarbejdspartnere. Serien henvender sig primært til fagpersoner og folk med interesse for den akademiske tilgang. Working Paper udkommer løbende.

Analysen består af en dansk og engelsk version.  
I tilfælde af tvivl om oversættelsens korrekthed gælder den danske version.

DANMARKS NATIONALBANK  
HAVNEGADE 5  
1093 KØBENHAVN K  
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet  
31. marts 2020

**Jakob Feveile Adolfsen**  
Economist

**Morten Spange**  
Chief Monetary Policy  
Advisor

ØKONOMI OG PENGEPOLITIK



**DANMARKS  
NATIONALBANK**