

DANMARKS NATIONALBANK

19. NOVEMBER 2020 — NR. 24

Firmaer med negativ rente på bankinds kud nedbringer gæld og investerer



Negative renter rejser mange spørgsmål

En verden med negative renter er et nyt og uopdyrket land, som rejser mange spørgsmål omkring påvirkningen af økonomien og det finansielle system.

[Læs mere](#)



Skifter bank og nedbringer gæld

Mange virksomheder betaler for at have penge i banken. Virksomhederne skifter oftere bank og tilbagebetaler gæld, når de får negativ rente på deres bankinds kud.

[Læs mere](#)



Investorer mere og ansætter flere

Virksomheder øger deres investeringer i nyt produktionsapparat og etablerer flere nye arbejdspladser, når indlånsrenten bliver negativ.

[Læs mere](#)

Lave renter

Danmark var det første land, der indførte negative pengepolitiske renter. Det skete i 2012, og siden fulgte Schweiz, Sverige, Japan og euroområdet efter.

Meget lave og i nogle tilfælde negative renter har kendetegnet det seneste årti på tværs af de avancerede økonomier. Der er flere grunde til, at renterne er faldet til det nuværende lave niveau. De lave renter afspejler, at inflationen har været lav i mange lande, men strukturelle ændringer i husholdningers og virksomheders opsparings- og investeringsadfærd er også en del af forklaringen.

Udviklingen har bragt pengepolitikken og samfundsøkonomien ind i ukendt farvand, og Nationalbanken vil sætte fokus på dette emne i en serie af udgivelser.

OM DENNE ANALYSE

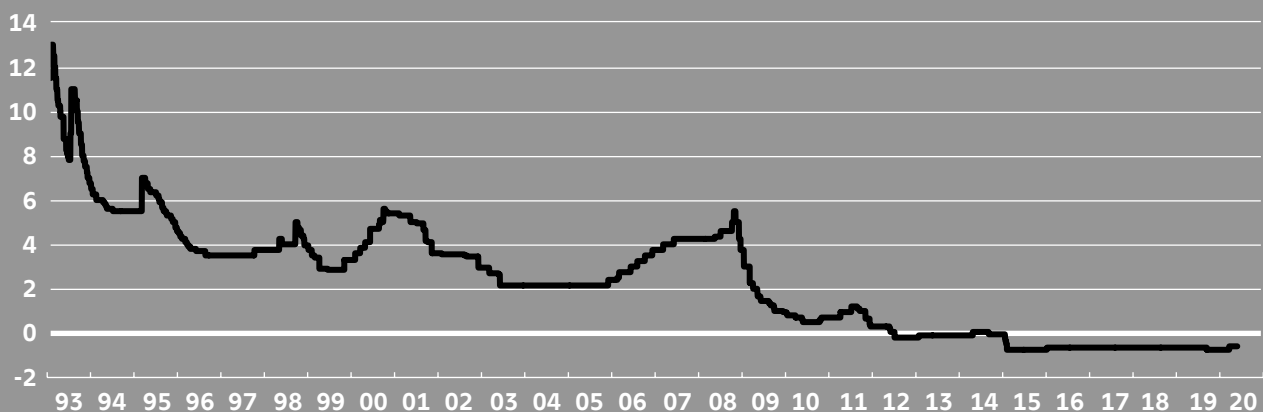
Virksomheder reagerer på negativ indlånsrente på deres bankindsud.

De skifter bankforbindelse og nedbringer gæld.

De øger også deres investeringer i nyt produktionsapparat og etablerer flere nye arbejdspladser.

Nationalbankens rente

Pct.



Nationalbankens ledende rente har været negativ siden sommeren 2012 med undtagelse af en kort periode i 2014.



Negative renter rejser mange spørgsmål

Nationalbanken var den første centralbank i verden, hvor den pengepolitiske rente blev negativ. Siden er flere andre lande fulgt efter. En verden med negative renter er nyt og uopdyrket land, som rejser mange spørgsmål omkring påvirkningen af økonomien og det finansielle system.

Hvordan påvirker lave og negative renter adfærden blandt husholdninger og virksomheder? Hvad betyder de for bankernes forretningsmodel? Fører negative renter til øget risikotagning i virksomhederne og opbygning af risici i det finansielle system? I hvilket omfang har faldet i de pengepolitiske renter ind i det negative område stimuleret samfundsøkonomien? Det er nogle af de spørgsmål, som aktuelt er et af fokusområderne i Nationalbankens arbejde og i Det Systemiske Risikoråd. Det er også spørgsmål, som har været genstand for international debat og analyse gennem flere år.¹

Nationalbankens analyser har tidligere vist, at der efter overgangen til negativ pengepolitisk rente stadig har været gennemslag fra Nationalbankens renteændringer til bankernes udlånsrenter, og at de gunstige finansielle forhold understøtter økonomien.²

Bankernes udlånsrenter er ikke blevet negative, men mange danske erhvervsvirksomheder og privatkunder har fået negativ rente på deres bankindskud.

I denne analyse præsenteres hovedresultaterne fra et nyt studie, som undersøger, hvordan overgangen til negative indlånsrenter har påvirket virksomhedernes adfærd.

Vejen til lave og negative pengepolitiske renter

I mange lande har der været et betydeligt fald i de pengepolitiske renter i kølvandet på finanskrisen. Det afspejler til dels en mere langvarig tendens til rentefald, som allerede gjorde sig gældende før finanskrisen. Men hertil kommer også en lempelig pengepolitik fra centralbankernes side som led i at understøtte efterspørgslen i en periode med ledig kapacitet i økonomien og en inflation, som ligger under centralbankernes målsætning.³ I flere lande er de pengepolitiske renter nu blevet negative.

I Danmark er pengepolitikken ikke baseret på en inflationsmålsætning, men på at holde kronen stabil over for euro. Fastkurspolitikken betyder, at Nationalbankens rentesatser normalt i store træk følger de renter, som Den Europæiske Centralbank (ECB) fastsætter for euroområdet.⁴ I takt med faldet i ECB's pengepolitiske renter efter finanskrisen har der derfor også været et markant fald i Nationalbankens pengepolitiske renter.

Faktisk måtte Nationalbanken nedsætte sin indskudsbevisrente til det negative område, allerede før ECB's rente blev negativ. Det skete under den europæiske statsgældskrise i 2012, hvor der var stor efterspørgsel efter danske kroner, der blev anset som "sikker havn" under krisen. For at undgå at kronen blev styrket for meget, nedsatte Nationalbanken den 5. juli 2012 renten på indskudsbeviser til -0,20 pct. Det var første gang i Nationalbankens 200-årige historie, at en af bankens rentesatser blev negativ.⁵ Et par år senere blev renten på ECB's indlånsfacilitet også negativ, og Nationalbankens indskudsbevisrente har været negativ i det meste af perioden siden midten af 2012.

1 Se fx Rogoff (2017), Brunnermeier og Koby (2018), Eggertsson et al. (2019), Andersson og Jonung (2020) samt Krogstrup, Kuchler og Spange (2020).

2 Se Adolfsen og Spange (2020) samt Jensen og Pedersen (2019).

3 Se fx Adolfsen og Pedersen (2019), Bielecki, Brzoza-Brzezina og Kolas (2020) samt Adolfsen, Bess og Pedersen (2020).

4 Se fx Abildgren (2018).

5 Se Jørgensen og Risbjerg (2012).

Mange virksomheder betaler nu for at have penge stående i banken

Da Nationalbankens indskudsbevisrente blev negativ, slog det straks igennem på pengemarkedsrenterne, hvilket var afgørende for styringen af kronkursen. Det fik efterhånden også gennemslag på øvrige renter i økonomien.

De første erhvervskunder fik negativ rente på bankindskud allerede i begyndelsen af 2015, og i begyndelsen af 2020 var andelen af virksomhedernes indlån, der forrentes negativt, steget til omkring 80 pct., se figur 1.

I et nyt studie foretager Abildgren og Kuchler (2020) en sammenligning af adfærden hos virksomheder, som har fået negativ rente på bankindskud, med adfærden blandt lignende virksomheder, som (endnu) ikke har fået negativ rente på deres bankindskud.⁶

Studiet er baseret på omfangsrige mikrodata fra Danmarks Statistik, Skat, Bisnode samt Nationalbanken og dækker omkring 45.000 danske virksomheder, der følges over perioden 2014-2018.

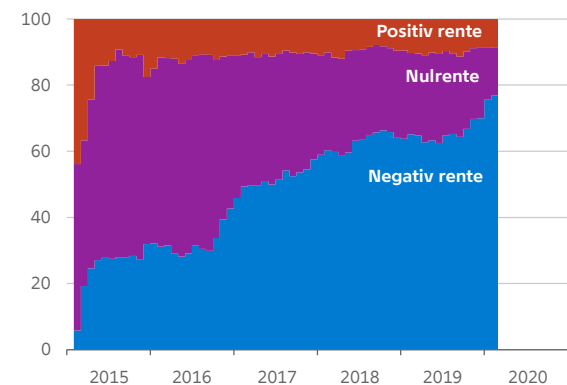
Der findes en tydelig tendens til, at virksomhederne ændrer adfærd, når de står over for negativ rente på deres bankindskud. Det får dem til at tilbagebetale gæld og søge over mod andre finansielle aktiver. De negative indlånsrenter gør desuden virksomhederne mere tilbøjelige til at skifte bank, se figur 2.

Endvidere viser studiet, at den negative indlånsrente også får virksomhederne til at øge deres investeringer i fast realkapital (maskiner, bygninger, erhvervskøretøjer, osv.) og beskæftigelse sammenlignet med virksomheder, som ikke betaler negativ rente, se figur 3. To år efter at en virksomhed har fået negativ rente på bankbogen, har den i gennemsnit øget sin beskæftigelse med omkring 3 procentpoint mere end en tilsvarende virksomhed, som ikke er blevet mødt med negativ indlånsrente.

Mange virksomheder betaler for at have penge i banken

Figur 1

Andel af indlån fra erhvervsvirksomheder, pct.

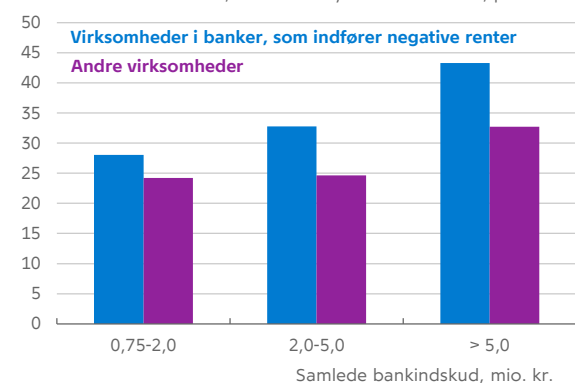


Kilde: Danmarks Nationalbank.

Virksomheder etablerer i højere grad nye bankforbindelser, når de får negativ indlånsrente

Figur 2

Andel af virksomhederne, der får en ny bankforbindelse, pct.



Anm.: Andelen af virksomheder, der i et givet år har indlån i en ny bank. Virksomhederne placeres i den blå gruppe, når mindst en af deres eksisterende bankforbindelser havde introduceret negative indlånsrenter i året før.

Kilde: Abildgren og Kuchler (2020).

⁶ I sammenligningen tages højde for ændringer i renteniveaue, så resultatet ikke blot afspejler en reaktion på den renteændring, som er forbundet med at få renten sat ned under nul. Det er således den rene ændring i adfærden som følge af, at virksomhederne bliver mødt med negativ rente, som bliver kortlagt i studiet.

Og virksomhedens investeringskvote er omkring 0,5 procentpoint højere. Altavilla et al. (2020) har i et nyligt studie også fundet frem til, at højlikvide virksomheder i euroområdet øger deres investeringer, når de bliver mødt med negativ rente på deres bankindeståender.

Det er særligt yngre virksomheder, der øger beskæftigelsen, mens det især er ældre virksomheder, der øger deres investeringer, når de står over for negativ indlånsrente, se figur 4. Den høje procentvise forøgelse i beskæftigelsen for yngre virksomheder skal ses i lyset af, at de ofte er små og i en vækstfase. Det kan være nærliggende for dem at øge beskæftigelsen lidt mere, end de ellers ville have gjort, frem for at placere den løbende indtjening på bankbogen til negativ rente. Ældre virksomheder er typisk mere velkonsoliderede end yngre og kan derfor hurtigere øge deres investeringer, når de ser et behov for det.

Hvad driver ændringen i virksomhedernes adfærd?

Spørgsmålet er så, hvad det er for en mekanisme, som driver ændringen i virksomhedernes adfærd, når de bliver mødt af negativ rente på deres bankindskud.

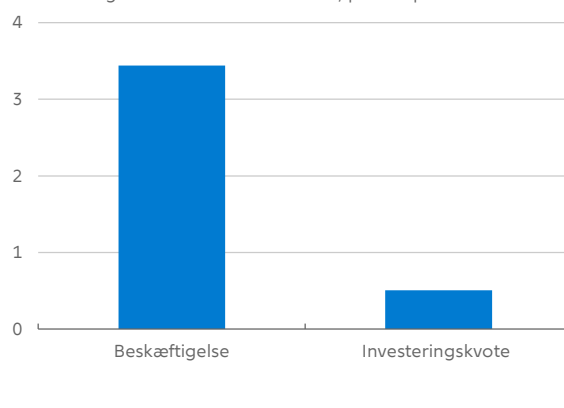
En mulig forklaring kan være, at virksomhederne bliver ekstra opmærksomme på deres økonomi og finanser, når de skal til at betale for at have penge stående i banken. Det kan fx få dem til at overveje, om de har for mange frie midler og med fordel kan tilbagebetale gæld. Eller om der er alternative investeringsmuligheder, fx investering i nyt produktionsapparat eller udvidelse af aktiviteten med flere ansatte til følge. Virksomheder med store bankindeståender bliver typisk kontaktet af deres bank, når banken indfører negativ rente på indlånskonti, og en sådan henvendelse kan tænkes at få virksomhederne til at overveje alternativerne.

Det er også muligt, at virksomhederne bliver mere risikovillige, når indlånsrenten bliver negativ. Det kan få dem til at søge mod investeringer i produktion og arbejdspladser, som giver mulighed for et højere (og positivt) afkast end et bankindskud, men som også er forbundet med større risiko.

Negative indlånsrenter øger virksomhedernes beskæftigelse og investeringer

Figur 3

Effekt af negativ indlånsrente efter 2 år, procentpoint

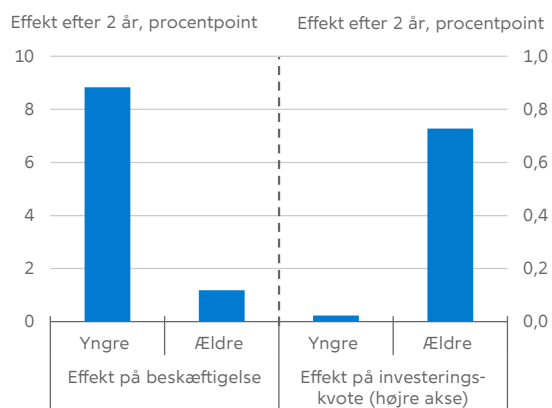


Anm.: Figuren viser effekten på virksomhedernes beskæftigelse og investeringskvote af introduktion af negative renter på deres indlån. Beregningen er foretaget ved at sammenligne virksomheder, hvis bank indførte negative indlånsrenter på tidspunkt 0, med andre virksomheder. Beskæftigelsen er opgjort i årsværk, og investeringskvoten er opgjort som nettoinvesteringer i forhold til værditilvækst.

Kilde: Abildgren og Kuchler (2020).

Yngre virksomheder øger beskæftigelsen, mens ældre øger investeringerne

Figur 4



Anm.: Se anmærkning til figur 3.

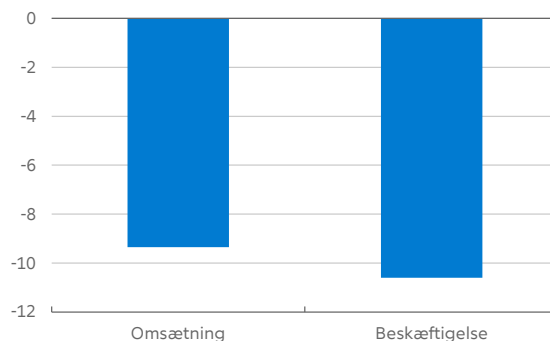
Kilde: Abildgren og Kuchler (2020).

Endvidere kan det tænkes, at negative indskudsrenter mere grundlæggende påvirker virksomhedernes syn på fremtiden. Det kunne fx være, fordi negative indlånsrenter sender de berørte virksomheder et meget direkte signal om de lempelige monetære forhold, som stimulerer økonomien og får virksomhedens kunder til at efterspørge mere. Eller et signal, der bliver tolket som om, at renterne vil være lave i lang tid fremover og dermed give virksomhederne lave finansieringsomkostninger. Abildgren og Kuchler (2020) finder, at servicevirksomheder med negativ rente ser mindre pessimistisk på fremtiden end andre virksomheder i servicebranchen. Sandsynligheden for, at en servicevirksomhed forventer faldende omsætning og beskæftigelse, falder med ca. 10 procentpoint i løbet af de første 6 måneder efter, at virksomheden er blevet stillet over for negativ rente på indlånskontoen, se figur 5.

Servicevirksomheder bliver mindre pessimistiske, når de får negativ indlånsrente

Figur 5

Effekt af negativ indlånsrente på ssh. for, at en virksomhed forventer faldende omsætning og beskæftigelse, procentpoint



Anm.: Figuren viser ændringen i sandsynligheden (ssh.) for, at en virksomhed forventer faldende omsætning og beskæftigelse fra måneden før indførelse af negativ indlånsrente hos en af virksomhedens bankforbindelser til 6 måneder efter indførelsen. Kun virksomheder, der indgår i Danmarks Statistiks konjunkturbarometer for serviceerhverv, indgår i beregningerne. Beregningerne tager højde for generelle ændringer i virksomhedernes forventninger som følge af fx makroøkonomiske stød og sæsonudsving.

Kilde: Abildgren og Kuchler (2020).

Litteratur

Abildgren, Kim (2018), Fast kurs har givet stabile priser, kapitel 4 i: *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls.

Abildgren, Kim og Andreas Kuchler (2020), Do firms behave differently when nominal interest rates are below zero?, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 164, november.

Adolfson, Jakob Feveile og Jesper Pedersen (2019), Den naturlige realrente i Danmark er faldet, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 13, juni.

Adolfson, Jakob Feveile og Morten Spange (2020), Positivt gennemslag fra negative renter, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 5, april.

Adolfson, Jakob Feveile, Mikkel Bess og Jesper Pedersen (2020), Realrenter påvirkes af inflationsforventninger, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 19, oktober.

Andersson, Fredrik N. G. og Lars Jonung (2020), Lessons from the Swedish Experience with Negative Central Bank Rates, *Cato Journal*, vol. 40(3), pp. 595-612.

Altavilla, Carlo, Lorenzo Burlon, Mariassunta Giannetti og Sarah Holton (2020), Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms, *CEPR Discussion Paper*, nr. 14050, april.

Bielecki, Marcin, Michał Brzoza-Brzezina og Marcin Kolasa (2020), Demographics and the natural interest rate in the euro area, *European Economic Review*, vol. 129, pp. 1-21.

Brunnermeier, Markus K. og Yann Koby (2018), The Reversal Interest Rate, *NBER Working Paper*, nr. 25406, december.

Eggertsson, Gauti B., Ragnar E. Juelsrud, Lawrence H. Summers og Ella Getz Wold (2019), Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel, *NBER Working Paper*, nr. 25416, januar.

Jørgensen, Anders og Lars Risbjerg (2012), Negative renter, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 51(3,1), pp. 57-70.

Jensen, Jakob Roager og Jesper Pedersen (2019), Macro-financial linkages in a SVAR-model with application to Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 134, januar.

Krogstrup, Signe, Andreas Kuchler og Morten Spange (2020), Negative interest rates: The Danish experience, *VoxEU*, 2. oktober.

Rogoff, Kenneth (2017), Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31(3), pp. 47-66.

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. 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
LANGELINIE ALLÉ 47
2100 KØBENHAVN Ø
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
16. november 2020



**DANMARKS
NATIONALBANK**

Kim Abildgren
Chefrådgiver
kpa@nationalbanken.dk

Andreas Kuchler
Senior Economist
aku@nationalbanken.dk
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION