

20. marts 2009

Rentevåbnet løser ikke vækstkrisen

Analysen viser, at de renter, som virksomhederne og husholdninger låner til, på trods af gentagne pengepolitiske rentenedsættelser er langt fra bundniveauet i 2004-06. Den ekspansive effekt af rentenedsættelserne har derfor været begrænset. Usikkerhed ift. Danmark og i det danske finansielle system, samt bankernes behov for konsolidering gør rentevåbnet sløvt. Det er langt fra givet, at denne usikkerhed forsvinder i den nærmeste fremtid.

Resumé: Mens de pengepolitiske renter er tilbage på bundniveauet fra 2003-05, ligger de renter, som virksomhederne og husholdningerne møder, betydeligt over bundniveauet fra 2004-06. Der har altså ikke været så stor effekt af, at ECB og Nationalbanken markant har sænket renterne. Af tabel 1 ses det, at de renter som husholdninger og virksomheder stod over for i januar 2009 (seneste observation) lå hhv. 2,6 og 1,9 pct. point over bundniveauet. ECBs udlånsrente lå derimod som gennemsnit for januar kun 0,3 pct. point over dens bundniveau.

Tabel 1. Pengepolitiske renter og udlånsrenter på nye lån

	ECBs rente	Udlånsrenter til danske	
		Husholdninger	Virksomheder
		Pct.	
2005	2,0	6,0	3,1
2006	2,8	6,4	4,2
2007	3,8	7,2	5,4
2008	3,9	8,1	5,9
2. halvår	3,8	8,5	6,1
Januar 2009	2,3	8,4	4,8
		Spænd i pct. point	
Januar 2009 til bundniveau efter 2003	0,3	2,6	1,9

Kilde: ÆRådet pba. af Nationalbanken.

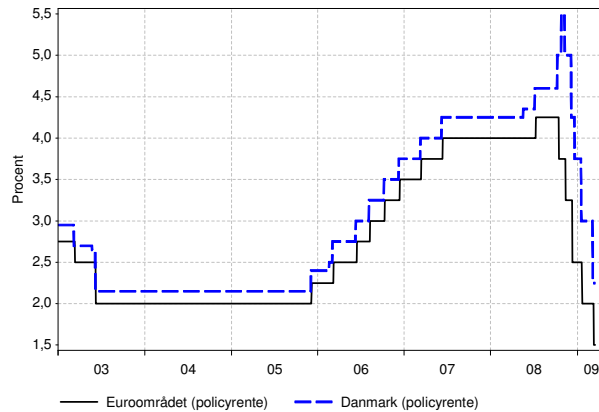
Analysen giver en række forklaringer på, hvorfor rentenedsættelserne ikke har haft så stor gennemslagskraft. For det første ligger Nationalbankens udlånsrente over ECBs udlånsrente grundet fare for pres på den danske krone (se afsnit 1). For det andet er der stadig stor usikkerhed på de danske finansielle markeder, og renterne på det danske pengemarked ligger stadig relativt højt (se afsnit 3). For det tredje har bankerne behov for konsolidering, fordi de allerede har haft en række tab og forventes at få flere i fremtiden grundet vækstkrisen (se afsnit 4).

Det er langt fra givet, at disse usikkerhedsmomenter vil forsvinde lige med det samme. Derfor vil rentevåbnet også i det kommende år have en meget usikker effekt på den økonomiske situation. Der er derfor brug for andre vækstmotorer end pengepolitikken til at få dansk økonomi ud af den værste vækstkrise siden 2. verdenskrig.

1. De pengepolitiske renter er tilbage på bundniveauet fra 2003-05

Af figur 1 ses det, at de pengepolitiske renter (udlånsrenterne) nu er tilbage på eller under bundniveauet fra 2003-05. Nationalbankens udlånsrente¹ til de danske pengeinstitutter og realkreditinstitutioner lå fra den 6. marts på 2,25 pct., mens den i 2003-05 var nede på 2,15 pct.² Derimod lå den europæiske centralbanks pengepolitiske rente fra den 11. marts på 1,5 pct., hvilket er under bundniveauet i 2003-05 på 2,0 pct.

Figur 1. Nationalbankens og ECBs udlånsrente



Kilde: AErådet pba. EcoWin.

Af figur 1 ses det desuden, at der stadig er et betydeligt rentespænd på 0,75 pct. point fra Nationalbankens udlånsrente til ECBs udlånsrente. Rentespændet er dog faldende. Meget tyder på, at det vil blive indsnævret yderligere i løbet af 2009. Det vil i sig selv give rentefald. Det vedvarende spænd skyldes³, at mange investorer under finanskrisen er søgt mod større valutaer og at Nationalbanken derfor har været nødt til at skabe et vist rentespænd for at undgå pres på den danske krone.

¹ Udlånsrenten er den rente, som danske pengeinstitutter og realkreditinstitutioner kan låne penge til i Nationalbanken i 7 dage mod sikkerhed i en række værdipapirer og obligationer. Udlånsrenten ligger lidt over diskontoen, der er Nationalbankens signalrente, og som svarer til foliorenten, der er den rente, bankerne modtager på dag-til-dag indlån i den danske Nationalbank.

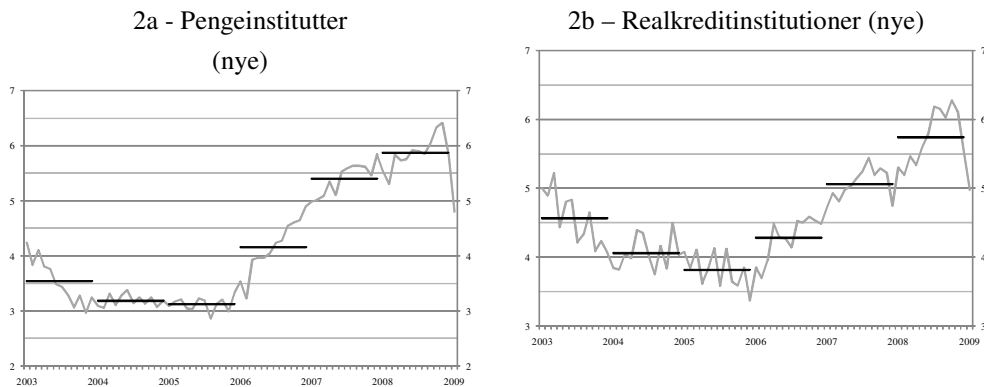
² Med baggrund i finanskrisen åbnede den danske Nationalbank i 2008 for nogle særlige muligheder, hvor bankerne kunne optage lån i en række særlige låneobligationer og i deres egen solvens. Renten på begge lånemuligheder blev fastsat til udlånsrenten plus 2 pct. point. Fra 11. marts blev dette tillæg sænket til 1 pct., hvorved rentesækelsen i praksis er endnu større, end den som ses af figur 1.

³ Jf. Nationalbankens pressemeddelelse d. 24. oktober 2008.

2. Husholdningernes og virksomhedernes renter er stadig langt fra bundniveau fra 2004-06

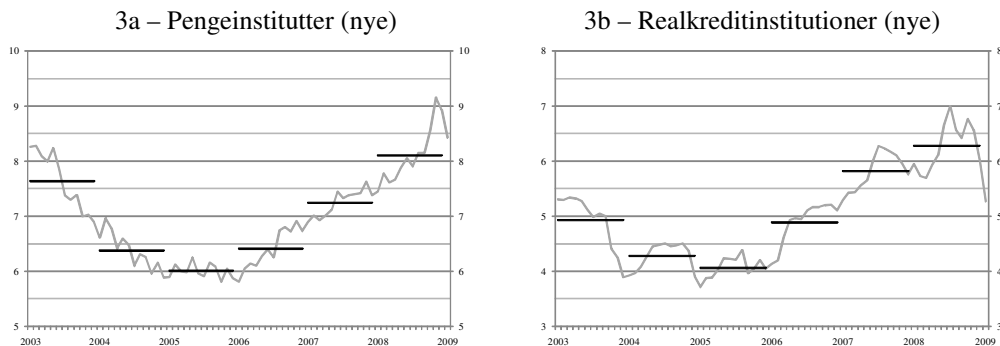
Figur 2 og figur 3 viser renterne på nye lån til husholdningerne og virksomheder⁴ i Danmark til og med januar 2009 (seneste observation)⁵. Det ses, at renterne på alle nye udlån⁶ er faldet de seneste par måneder. Især renterne på udlån til virksomhederne er faldet. Men det ses samtidig, at vi stadig er langt fra bundniveauet i 2004-06. Renten på pengeinstitutternes udlån til husholdningerne er endnu ikke engang under gennemsnitsniveauet for 2008.

Figur 2. Udlån til virksomheder



Kilde: AErådet pba. Nationalbanken

Figur 3. Udlån til husholdninger



Kilde: AErådet pba. Nationalbanken

Af tabel 2 ses det således, at der stadig i januar 2009 var mellem 1,5 pct.-point og 2,5 pct. point forskel til bundniveauet. Især renten på pengeinstitutternes nye udlån ligger langt fra bundniveauet.

⁴ Dvs. ikke-finansielle selskaber.

⁵ I appendiks A bringes tilsvarende figurer for udestående lån.

⁶ Nye lån defineres af Nationalbanken som: ”Nye forretninger omfatter ud- og indlånsaftaler indgået i løbet af en given måned. Begrebet dækker over dels nyetablerede forretninger, dels eksisterende forretninger, hvor de hidtil gældende vilkår er ændret efter aftale med kunden. En renteændring for et ud- eller indlån med variabel rente er ikke en ny forretning, hvis ændringen er i overensstemmelse med den oprindelige aftale.”

Siden januar er Nationalbankens udlånsrente faldet fra 3,38 pct. (gennemsnit for januar) til 2,25 pct. altså med 1,13 pct. point. Selv hvis dette skulle slå fuldt ud i renterne, vil eksempelvis pengeinstitutternes renter på nye udlån stadig ligge 1,5 pct. højere end ved bundniveauet i 2004-06.

Tabel 2. Forskel til bundniveauet

		Nye	Udestående
Virksomheder	Pengeinstitutter	1,9	2,1
	Realkreditinstitutioner	1,6	1,1
Husholdninger	Pengeinstitutter	2,6	1,6
	Realkreditinstitutioner	1,6	1,3

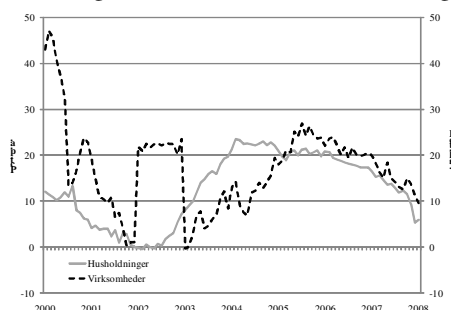
Anm.: Forskellen til bundniveauet er beregnet i forhold til laveste enkeltstående måned siden 2003, hvor statistikken begyndte.

Kilde: AErådet pba. Nationalbanken

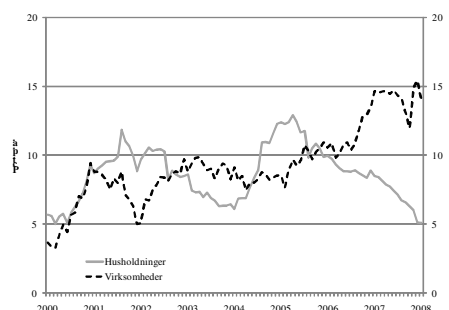
Af figur 4 ses det, at pengeinstitutterne og realkreditinstitutionernes udlånsbeholdninger er steget voldsomt siden især 2003. Den samlede udlånsbeholdning til husholdningerne er således steget med 1.200 mia. kr., mens den er steget med 730 mia. kr. til virksomheder. På det seneste har der dog været en tendens til opbremsning i udlånsvæksten. Dog undtaget realkreditinstitutionernes udlån til virksomheder.

Figur 4. Vækst i udlånsbeholdningen (år til år i pct.)

4a - Pengeinstitutternes udlånsbeholdning



4b - Realkreditinstitutionerne



Kilde: AErådet pba. Nationalbanken

3. Stadig store finansieringsomkostninger for bankerne.

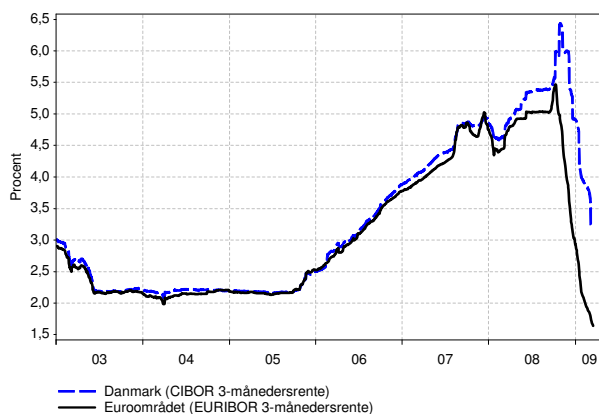
En vigtig bestemmende faktor for renterne på bankernes udlån er, hvad bankerne selv kan låne penge til⁷. Her er Nationalbankens udlånsrente afgørende, fordi den spiller en stor rolle for pengemarkedsrenterne⁸, som er de renter, bankerne låner penge af hinanden af. Af figur 5 ses det, at både de danske og europæiske pengemarkedsrenter i slutningen af 2008 nåede op på

⁷ Se eksempelvis "Sådan skruer bankerne renten sammen" på www.finansraadet.dk.

⁸ Vi bruger i notatet pengemarkedsrenterne CIBOR og EURIBOR (begge på tre måneders lån). CIBOR er den rente, de danske banker står overfor ved lån i både danske og internationale banker. EURIBOR er den rente, et udvalg på 50 europæiske banker i eurozonen står overfor, når de låner til hinanden.

over hhv. 5 pct. og 6 pct. Den 17. marts var de europæiske pengemarkedsrenter nede på 1,6 pct., mens de danske pengemarkedsrenter stadig lå på 3,2 pct. Således er spændet nu 1,6 pct. point, hvilket er historisk højt.

Figur 5. Pengemarkedsrenter (EURIBOR og CIBOR)



Kilde: AErådet pba. EcoWin.

En del af forklaringen på de større finansieringsomkostninger for danske banker er, at den danske Nationalbanks udlånsrente, som omtalt i afsnit 1, stadig ligger 0,75 pct. point over ECBs udlånsrente. Men det efterlader stadig et ikke-forklaret spænd på 0,85 pct. point. Der kan være flere forklaringer på, at de danske pengemarkedsrenter ligger så højt internationalt set. Bl.a. kan det være tegn på delvise forventninger om, at Nationalbanken i fremtiden bliver nødt til at øge rentespændet til ECB for at beskytte den danske krone. En anden forklaring kunne være, at der er en ekstra stor usikkerhed mht. de danske banker, og såvel danske som udenlandske banker derfor kræver en større rente. Der er altså en øget risikopræmie.

Bankernes store finansieringsomkostninger forplanter sig i deres udlånsrente, og det er en vigtig årsag til, at de renter, som virksomheder og husholdninger møder, stadig er langt fra bundniveauet, selvom Nationalbankens udlånsrente næsten er dernede.

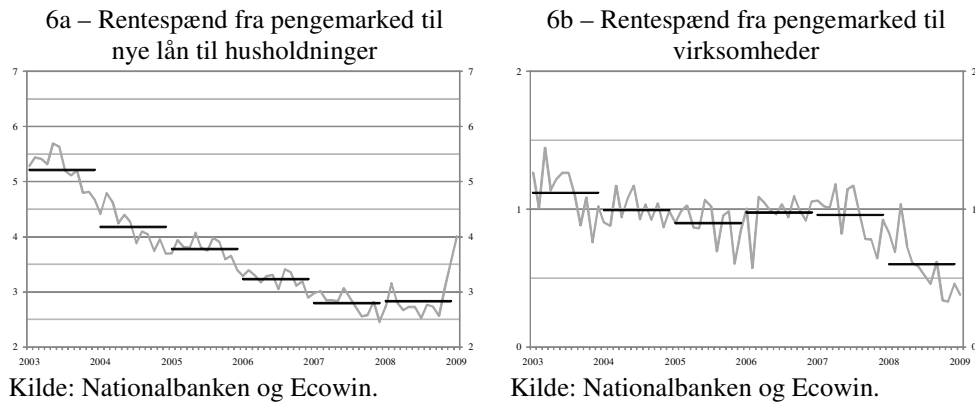
4. Bankerne konsoliderer sig

Virksomheder og husholdningerne optager dog ikke lån direkte til pengemarkedsrenten. Bankernes udlånsrente vil altid ligge over pengemarkedsrenten. Af figur 6a ses det, at dette spænd for husholdningerne har været kraftigt stigende frem til januar 2009, hvor de seneste tal er fra. Det er et tegn på, at bankerne sætter prisen op. For det første har bankerne allerede lidt en række tab, som de skal have dækket ind. For det andet gør konjunkturerne, at risikoen for, at husholdninger ikke kan tilbagebetale lån grundet eksempelvis fyring, er større. Derfor kræver bankerne en højere rente (risi-

kopræmien stiger). Det er svært at sige, hvor stort bankernes behov for konsolidering er, og hvor kraftig konjunkturreflekterne vil være. Men det er sandsynligvis noget, der også må tages højde for i det kommende år.

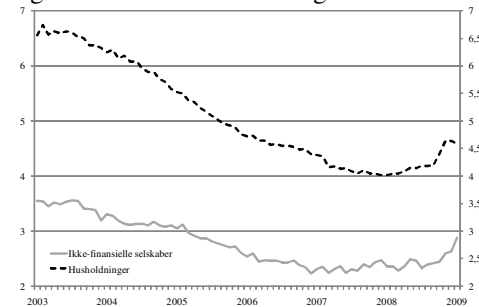
I figur 6b ses det, at der noget overraskende har været et fald i den marginal bankerne har lagt oveni pengemarkedsrenten for udlån til virksomheder. Det kan afspejle en ændret lånesammensætning eller øget kreditrationering for især små virksomheder. Eksempelvis lå renterne på lån under 7,5 mio. kr. med en løbetid op til og med 1 år uændret på 7,6 pct. fra december 2008 til januar 2009, mens den for lån over 7,5 mio. kr. faldt fra 5,7 til 4,6 pct. Samme mønster ses for andre løbetider.

Figur 6 – Rentespænd



Denne risikopræmie ses også på bankernes rentemarginal, som er deres renteforskel mellem ind- og udlån. Af figur 7 ses det, at rentemarginalen har været stigende de seneste par måneder⁹. Det seneste år er bankernes rentemarginal på lån fra og til husholdninger steget fra 4,0 pct. til 4,6 pct., mens den for virksomheder er steget fra 2,4 til 2,9. Stigningerne bunder især i, at indlånsrenterne er faldet, mens faldet i udlånsrenterne har været mindre.

Figur 7. Bankernes rentemarginal



⁹ Siden 2003 har der været en tendens til fald i rentemarginalen grundet ændret låneomsætning og fordi bankerne i højere grad end tidligere tjener penge på gebyrer mv.

5. Rentevåbnet er sløvt

Selvom ECB nu har sænket udlånsrenten til et historisk lavpunkt, og den i januar allerede kun lå lige over bundniveauet 2003-05, ligger de renter, som virksomhederne og husholdninger møder, stadig 1 til 2,5 pct. point over deres bundniveau. Vi har set på tre forskellige forklaringer:

- Der er international usikkerhed – Nationalbankens udlånsrente ligger over ECBs udlånsrente (afsnit 1) (Internationalt bidrag)
- Der er en særlig usikkerhed på det danske pengemarked (afsnit 3) (Pengemarkedsbidrag)
- Bankerne har haft et behov for konsolidering og har ikke sat deres udlånsrenter ned i takt med Nationalbanken (afsnit 4) (Lånemarkedsbidrag)

Disse tre bidrag er udregnet i tabel 3 og 4 for hhv. husholdninger og virksomheder. Det ses, at den internationale usikkerhed og usikkerhed på det danske pengemarkedet i januar 2009 gav 2,11 pct. point højere renter oven i ECBs udlånsrente. I 2005 var bidraget kun 0,21 pct.-point. Det forklarer, hvorfor udlånsrenterne stadig er langt fra 2005-niveau, selvom ECBs udlånsrente i januar kun var 0,30 pct.-point højere end den var i 2005.

Den 17. marts var bidraget faldet til 1,74 pct.-point. Det afspejler primært, at Nationalbanken sidste gang nedsatte renten mere end ECB. ECBs udlånsrente er dog nu 0,52 pct. point under gennemsnitsniveauet for 2005, hvilket gør, at vi stadig udelukkende forårsaget af international usikkerhed og usikkerhed på pengemarkedet vil have en rente, som er 1,22 pct. point højere end gennemsnitsniveauet i 2005 (beregnet som 1,74 - 0,52 pct. point).

Tabel 3. Husholdningernes renter på nye lån

	Pengeinstitutterne					Realkredit	
	ECB	Bidrag			I alt		Rente i alt
Internationalt		Pengemarked	Lånemarked				
2004	2,00	0,15	0,04	4,18	4,37	6,37	4,28
2005	2,02	0,15	0,05	3,78	3,99	6,01	4,06
2006	2,76	0,25	0,17	3,23	3,65	6,41	4,89
2007	3,84	0,26	0,35	2,80	3,40	7,24	5,81
2008	3,90	0,58	0,79	2,83	4,20	8,10	6,27
2. halvår	3,80	0,88	0,92	2,87	4,67	8,47	6,55
jan-09	2,32	1,06	1,05	4,00	6,11	8,43	5,26
17. marts	1,50	0,75	0,99	-	-	-	-

Anm.: Beregninger jf. tekst.

Kilde: AErådet pba. Ecwin og Nationalbanken.

Tabel 4. Virksomhedernes renter på nye lån

	Pengeinstitutterne					Realkredit	
	ECB	Bidrag			Rente i alt		
		Internationalt	Pengemarked	Lånemarked			I alt
2004	2,00	0,15	0,04	0,99	1,19	3,19	4,06
2005	2,02	0,15	0,05	0,90	1,11	3,12	3,81
2006	2,76	0,25	0,17	0,97	1,40	4,15	4,28
2007	3,84	0,26	0,35	0,96	1,56	5,40	5,06
2008	3,90	0,58	0,79	0,60	1,97	5,87	5,74
2. halvår	3,80	0,88	0,92	0,45	2,25	6,06	6,04
jan-09	2,32	1,06	1,05	0,38	2,48	4,80	4,98
17. marts	1,50	0,75	0,99	-	-	-	-

Anm.: Beregninger jf. tekst.

Kilde: AErådet pba. Ecwin og Nationalbanken.

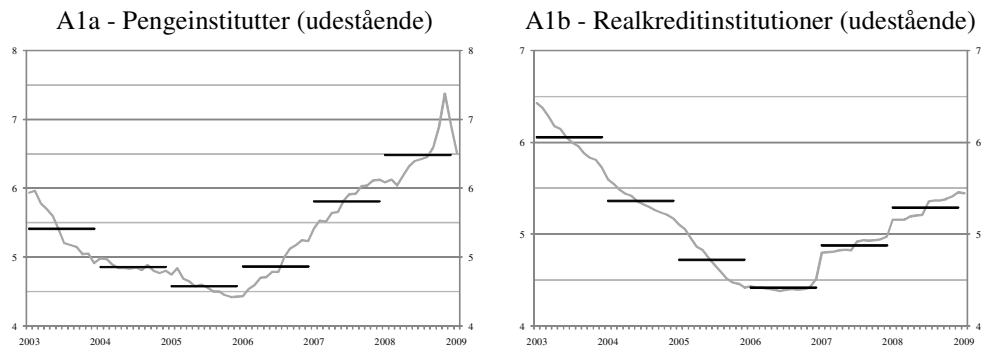
For husholdningerne er der yderligere stadig meget stor usikkerhed på lånemarkedet, hvilket holder renterne højt oppe.

På realkreditområdet var der i januar 2009 stadig lidt over en procent til bundniveauet i 2005 for både husholdninger og virksomheder. Men de seneste rentenedsættelser vil vi i løbet af 2009 sandsynligvis nærme os bundniveauet for 2005. Det gælder dog i første omgang kun for nye lån. I appendiks A ses det, at renterne på realkreditinstitutionernes udestående lån ikke er begyndt at falde endnu.

Samlet set er konklusionen, at rentenedsættelserne fra ECB og Nationalbanken har været medvirkende til at trække renterne ned fra de historisk høje niveauer i slutningen af 2008. Fortsat konjunkturafmatning, usikkerhed på især de danske finansielle markeder og bankernes behov for konsolidering gør dog, at renterne stadig ligger betydeligt over bundniveauet for 2004-06. Det er langt fra givet, at disse usikkerhedsmomenter vil forsvinde lige med det samme. Det er derfor ikke usandsynligt, at de renter, som virksomhederne og husholdningerne møder, vil forblive relativt høje den kommende tid. Det begrænser de ekspansive effekter af rentenedsættelserne. Rentevåbnet vil med andre ord ikke i sig selv styre Danmark ud af krisen. Der er derfor også brug for andre vækstmotorer for at få den danske økonomi ud af den værste vækstkrisen siden 2. verdenskrig.

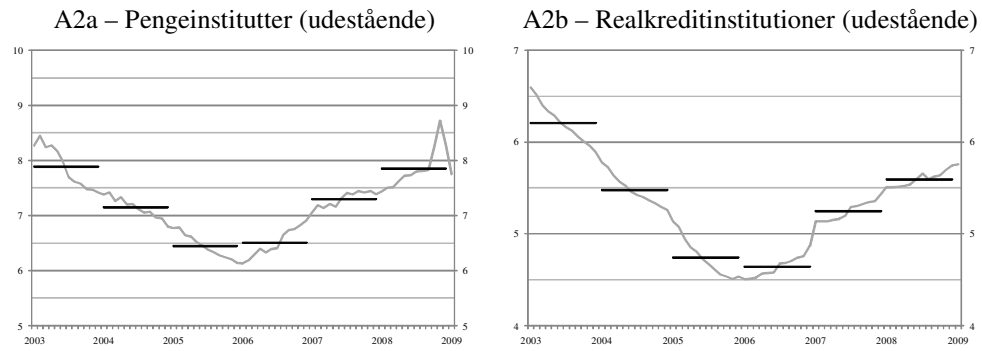
Appendiks A:

Figur A1. Udlån til virksomheder



Kilde: AErådet pba. Nationalbanken

Figur A2. Udlån til husholdninger



Kilde: AErådet pba. Nationalbanken