



Ekonomisk kommentar

Genomslaget av negativa styrräntor

Henrik Erikson och David Vestin

NR 9 2021, 28 maj

Innehållsförteckning

Sammanfattning	3
Vilket genomslag har styrräntan haft?	4
Genomslag på penningmarknadsräntor	5
Genomslag på MFI:ernas utlåningsräntor	6
Slutsatser	9
Referenser	10
APPENDIX – En alternativ ränteserie	11

Ekonomiska kommentarer

Ekonomiska kommentarer är korta analyser om relevanta frågor för Riksbanken. De kan författas av både enskilda direktionsledamöter och medarbetare på Riksbanken. Medarbetares kommentarer godkänns av avdelningschef medan direktionsledamöterna själva ansvarar för innehållet i sina kommentarer.

Sammanfattning

Henrik Erikson, David Vestin¹

Vi undersöker samvariationen mellan den svenska styrräntan och en bred uppsättning låneräntor under en period då styrräntan såväl sänkts till negativa nivåer som höjts därifrån. Under perioden har styrräntan haft ett, mer eller mindre, fullt genomslag på genomsnittet av dessa räntor.

¹ Författarna är djupt tacksamma för Daniel Hanssons hjälp med och rådgivning om statistiska data. Vi vill även tacka Lars E O Svensson, Stefan Laséen, Ulf Söderström, Björn Lagerwall, Jesper Hansson, Jens Iversen, Meredith Beechey Österholm och Mikael Apel för värdefulla kommentarer. Eventuella kvarvarande felaktigheter är förstås våra egna. Åsikterna i denna kommentar är författarnas egna och inte nödvändigtvis Riksbankens eller Riksbankens direktionens.

Vilket genomslag har styrräntan haft?

De senaste åren har flera centralbanker sänkt sina styrräntor till negativa nivåer. Dessa åtgärder tycks på ett effektivt sätt ha sänkt ränteläget i ekonomin.² När det gäller Sverige har effektiviteten dock kommit att diskuteras. Eggertson m.fl. (2019) hävdade att låneräntorna slutade reagera på förändringar i styrräntan när denna blev tillräckligt negativ. Baserat på data över listade boräntor fann de till och med en episod med ett negativt genomslag, det vill säga det fanns en period då låneräntorna steg när styrräntan sänktes. I Erikson och Vestin (2019) undersökte vi faktiska låneräntor från monetära finansiella institut (MFI) och fann att genomslaget från styrräntan, över tid, varit relativt gott. Vi argumenterade även för att det var svårt att undersöka effekten precis vid en styrränteförändring, dels eftersom enskilda serier visade en viss variation och dels eftersom genomslaget kunde komma såväl före som efter förändringen.

De data som användes i såväl Eggertson m.fl. (2019) som Erikson och Vestin (2019) täckte perioden fram till dess att Riksbanken hade sänkt styrräntan till -0,50 procent. Mellan 2019 och 2020 höjde dock Riksbanken styrräntan tillbaka till noll där den sedan låg under covidkrisen.³ Således har vi nu inte bara fler observationer utan även observationer då styrräntan har höjts från negativa nivåer. Detta ger oss en möjlighet att bättre analysera om låneräntorna har svarat på styrränteförändringar och om det fanns en tid då genomslaget var negativt så som föreslagits av Eggertson m.fl. (2019). Om det fanns en tidpunkt då låneräntorna steg på grund av att styrräntan sänktes så bör vi förvänta oss att låneräntorna faller när styrräntan åter höjs. Syftet med denna kommentar är därför att, i ljuset av dessa nya data, uppdatera bedömningen av styrränteförändringars genomslag på låneräntor.

I Erikson och Vestin (2019) använde vi disaggregerade data från MFI:er, såsom deras utlåningsräntor för konsumtions- och bostadslån samt utlåningsräntor till icke-finansiella företag.

I denna kommentar kommer vi att använda en volymviktad utlåningsränta aggregerad över alla företag och hushåll, oavsett lånets ändamål. Denna utlåningsränta publiceras av SCB och baseras på samma data som de disaggregerade serierna. För denna korta uppdatering anser vi att denna serie är tillräcklig. Eftersom underliggande data är desamma bör vi nå samma slutsatser som om vi hade utgått från enskilda ränteserier, även om vi nu inte kommer att kunna följa den enskilda variationen mellan styrräntan och varje enskild serie.

Aktörerna i ekonomin kan låna genom att emittera värdepapper eller genom att låna från ett monetärt finansiellt institut. Vi kommer presentera data som visar genomslaget för var och en av dessa två finansieringskällor.

² Se Tenreiro (2021) för en färsk genomgång.

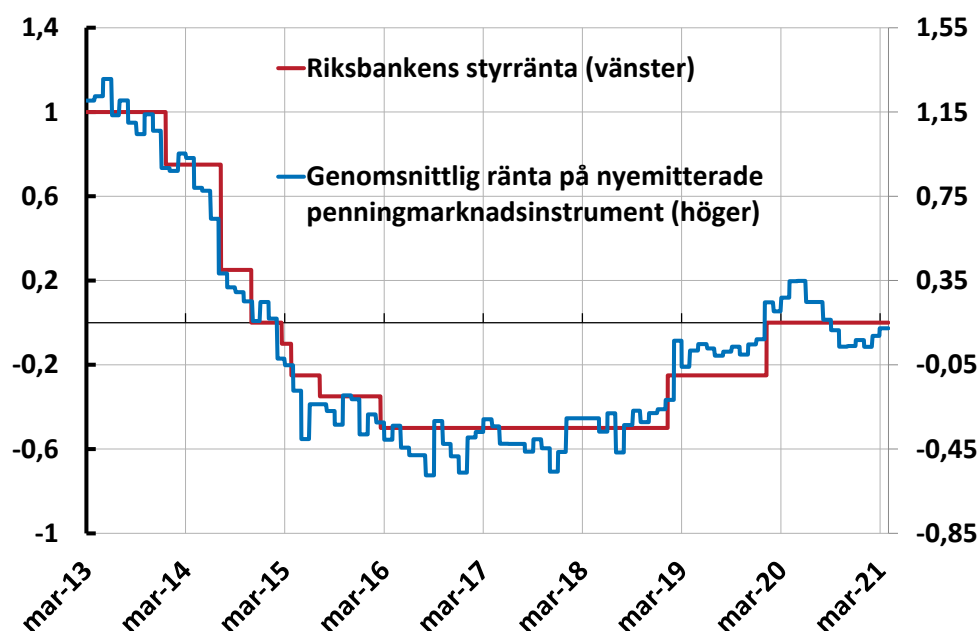
³ Riksbanken höjde styrräntan från -0,50 till -0,25 procent i januari 2019 och från -0,25 till 0 procent i januari 2020. De två höjningarna annonserades i december 2018 respektive december 2019.

Vi kommer att se att aktörer som önskar låna pengar möter räntor som följer styrräntan väl, även vid negativa nivåer på styrräntan. Följaktligen hittar vi inget som tyder på att det skulle ha funnits en period med ett negativt genomslag.

Genomslag på penningmarknadsräntor

Sedan 2013 publicerar SCB data över faktiska räntor som institutioner betalat när de emitterar värdepapper direkt på finansiella marknader.⁴ Diagram 1 visar den genomsnittliga räntan för nyligen emitterade penningmarknadsinstrument, denominerade i svenska kronor, för en uppsättning låntagare.⁵ Åtminstone under den korta tid som vi har data för, så verkar dessa räntor ha följt styrräntan väl, även då denna var negativ.

Diagram 1. Penningmarknadsräntor samvarierar starkt med styrräntan⁶



Källor: SCB och Macrobond.

Not. Skalstegen på vänster och höger axel är identiska.

De utgivna värdepapperen i figuren avser ett volymviktat genomsnitt för papper, denominerade i svenska kronor, med en ursprunglig löptid kortare än 1 år, utgivna av icke-finansiella företag, kommuner och staten.

⁴ Detta ger ett mer exakt mått på de räntor som låntagare faktiskt möter än de listade indikativa priser som finansiella intermediärer tillhandahåller och som användes i Erikson och Vestin (2019).

⁵ Penningmarknadsinstrument refererar här till instrument med en återstående löptid som understiger 12 månader. Dessa är, generellt sett, nollkupongsinstrument. Mer exakt visar Diagram 1 den volymviktade, genomsnittliga, vad som i marknadsterminologi kallas för 'yield to maturity' för penningmarknadsinstrument emitterade under en viss månad. Vi använder här "ränta" synonymt med 'yield to maturity'.

⁶ Diagrammen i denna kommentar visar data på den frekvens som de publiceras. Således visas styrräntan på dagsbasis och marknadsräntor och utlåningsräntor från MFI på månadsbasis.

Korrelationen mellan dessa marknadsräntor och styrräntan är slående med marknadsräntor som följer styrräntan väl, såväl när styrräntan sänks ned till negativa nivåer som när den åter höjs till noll.

Marknadsbaserad finansiering utgör dock mindre än 25 procent av den totala finansieringen, denominerad i svenska kronor, för icke-finansiella företag och nära noll för hushållen. Den övervägande delen av företagens och hushållens finansiering i svenska kronor kommer från MFI:er. Hur deras utlåningsräntor följer styrräntan är således avgörande för det allmänna genomslaget och vi går därför över till att titta på hur dessa räntor utvecklats.

Genomslag på MFI:ernas utlåningsräntor

SCB samlar in data över faktiska räntor i nya avtal från de banker och andra kreditgivande institut som tillsammans kallas för monetära finansiella institut, MFI. Data-materialet kan delas upp i undergrupper enligt Tabell 1.

Tabell 1. Undergrupper för nya avtal

Klicka här för att ange enhet/underrubrik.

Grupp	Räntebindningstid	Beskrivning	Genomsnittlig volymvikt
A	>3 månader	Denna grupp består bland annat av de bostadslån som hushåll tar till fast ränta.	15%
B	≤3 månader	Denna grupp består exempelvis av hushålls bostadslån, billån och andra lån med en betalningsplan och med en rörlig ränta kopplad till en referensränta.	32%
C	Ej angiven	Denna grupp består av en bred uppsättning lån såsom kortkrediter och andra typer av transaktionskonton och, för hushåll, konsumtionslån med kort återbetalningstid/förfalloperiod. Räntebindningstiden för dessa lån är i allmänhet mycket kort, ofta kortare än 3 månader. ⁷	53%

Anm. Genomsnittlig volymvikt refererar till det aritmetiska medelvärdet av varje grupp vikt mellan juni 2010 och mars 2021.

Källa: SCB, Riksbanken.

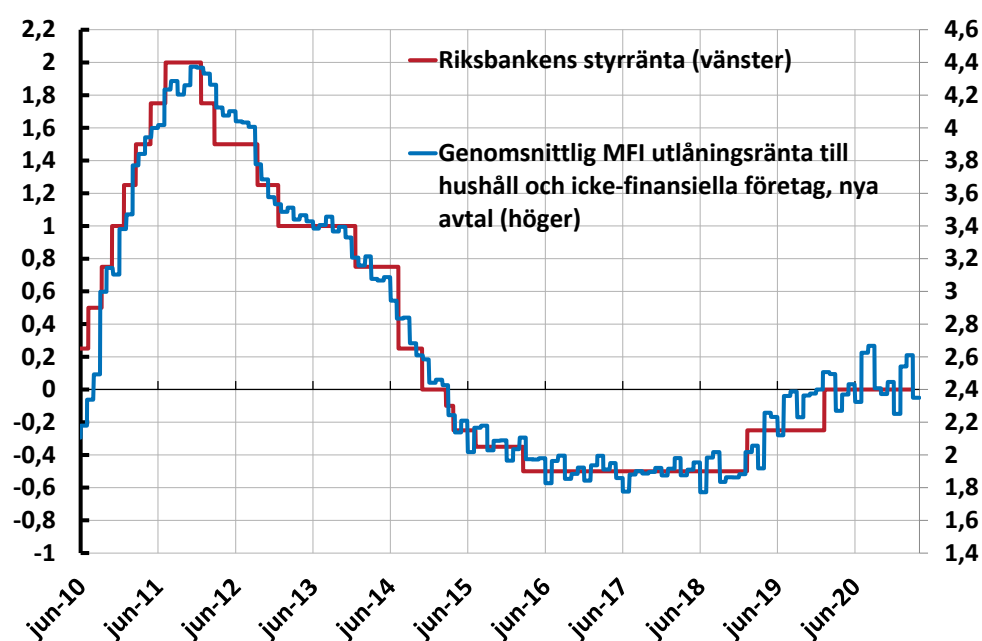
SCB publicerar på månadsbasis ett volymviktat genomsnitt av alla nya avtal, aggregat över alla hushåll och icke-finansiella företag.⁸ Eftersom den genomsnittliga räntebindningstiden är kort för såväl grupp B som grupp C, hade dessa kunnat jämföras med styrräntan. SCB publicerar en tidsserie för låneräntor för grupp B. Denna grupp står dock för en relativt liten del av mängden nya avtal och saknar många viktiga lån,

⁷ För dessa generellt sett korta lån anses det totala utestående beloppet utgöra ett nytt avtal.

⁸ Dessa data finns i tabell 8.3.1 i finansmarknadsstatistiken publicerad av SCB

som alla de konsumtionslån som ingår i grupp C. SCB publicerar inga separata utlåningsräntor för grupp C men väl för utlåningsräntor för "samtliga lån", vilket är ett aggregat av grupp A, B och C. Eftersom andelen nya avtal som har en räntebindingstid längre 3 månader är relativt liten är den genomsnittliga räntebindingstiden relativt kort även för gruppen "samtliga lån". Därför bedömer vi den som jämförbar med styrräntan. Eftersom vi inte vill exkludera stora kategorier lån så kommer vi att illustrera genomslaget med en tidsserie för låneräntor för just denna kategori "samtliga lån", som vi visar i Diagram 2. I appendix visar vi även hur den smalare gruppen, *räntebindingstider upp till 3 månader*, utvecklats över tiden.

Diagram 2. Nästan fullt genomslag på MFI:ernas genomsnittliga låneräntor



Källa: SCB och Macrobond.

Not. Skalstegen är identiska på vänster och höger skala.

I Diagram 2 framgår att det finns en tydlig koppling mellan styrräntan och den genomsnittliga ränta som företag och hushåll möter. Detta mönster gäller även i perioder med räntehöjningar och räntesänkningar då styrräntan är negativ. Om vi undersöker våra data i figuren finner vi att genomsnittsräntan var drygt 50 räntepunkter lägre under perioden när styrräntan var -0,50 procent jämfört med perioden oktober 2014 till februari 2015 när styrräntan var 0 procent. Efter det att styrräntan höjdes med totalt 50 räntepunkter tillbaka till 0 procent så har utlåningsräntorna, i genomsnitt, stigit med ungefär 50 räntepunkter. Slutsatsen blir att det nästan varit fullt genomslag från styrräntan till utlåningsräntorna, även då styrräntan varit negativ.

Detta resultat är förvånande, eftersom det under perioden förekommit flera händelser som skulle kunna påverka räntenivåer vid sidan av styrränteförändringar. Exempelvis har det tillkommit nya regleringar som kan påverka bankernas kostnader för

lån.⁹ Riksbanken har dessutom gjort vissa justeringar i styrsystemet som skulle kunna påverka korta penningmarknadsräntor¹⁰. Utöver detta har nya aktörer slagit sig in på låne marknaden vilket både har påverkat konkurrensen samt lett till att SCB under perioden har utökat kretsen av rapporterade finansiella institut.¹¹

I ljuset av dessa strukturella förändringar ska man vara försiktig med att dra alltför stora växlar på genomslaget av enskilda ränteförändringar. Det går helt enkelt inte att exakt fastställa hur gott genomslaget av penningpolitiken varit när styrräntan varit negativ, men Diagram 2 ger vid handen att en god gissning är att styrränteförändringar fortsätter att vara ett effektivt sätt att påverka de räntor som hushåll och företag möter, även då nivån på styrräntan ligger något under noll.

⁹ Exempelvis har det införts ett riskviktsgolv för bolån och vi har fått nya likviditetsregleringar.

¹⁰ Svenska banker kan välja mellan att hålla centralbanksreserver i form av Riksbankscertifikat, till en ränta motsvarande Riksbankens styrränta, eller som inlåning på konto i Riksbanken till en ränta motsvarande Riksbankens styrränta minus 10 räntepunkter. År 2020 begränsade Riksbanken den erbjudna volymen Riksbankscertifikat vilket fick den genomsnittliga räntan på centralbanksreserver att sjunka några räntepunkter under styrräntan.

¹¹ De senaste åren har nya aktörer tillkommit, inte minst aktörer som erbjuder konsumtionslån, vilka har tagit marknadsandelar från traditionella aktörer. I april 2019, utökade därför SCB antalet inrapporterare för att reflektera denna förändring. Eftersom de medtogs från ett specifikt datum kan detta ha medfört ett brott i serien.

Slutsatser

I denna kommentar har vi visat hur Riksbankens styrränta samvarierar med de räntor som låntagare möter under en period som innehåller såväl sänkningar av styrräntan ner under noll som höjningar tillbaka upp till noll. Vi hittar en stark samvariation mellan dessa räntor, även när styrräntan varit negativ. Dessutom verkar sänkningar av styrräntan leda till lägre låneräntor och höjningar till högre, oavsett nivån på styrräntan. Styrräntan verkar således ha varit ett effektivt instrument för att styra låneräntorna, även vid svagt negativa nivåer.

Referenser

Eggertsson, G, R Juelsrud, L Summers and E Wold (2019). "Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel", *NBER Working Paper 25416*

Erikson H and D Vestin (2019). "Pass-through at mildly negative policy rates: The Swedish case". *Vox.Eu*. CEPR.

Tenreiro S (2021). "Let's talk about negative interest rates". *Speech at UWE Bristol webinar*. Bank of England.

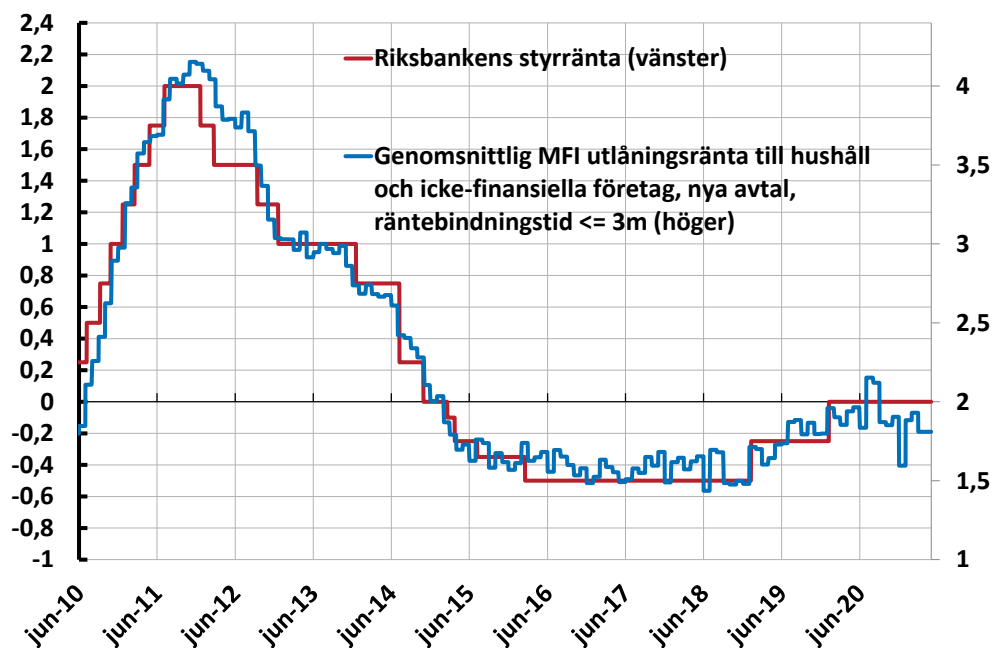
APPENDIX – En alternativ ränteserie

I detta appendix illustrerar vi genomslaget från styrräntan på en alternativ utlåningsränta från MFI.

Låneräntor med räntebindingstider upp till 3 månader

I denna ekonomiska kommentar har vi illustrerat genomslaget från styrräntan på MFInas utlåningsräntor. Vi valde då det bredast möjliga måttet på utlåningsränta, det som SCB kallar "samtliga lån", för att få med så många lånekategorier som möjligt. Nedanstående graf visar ett alternativt smalare mått, nämligen nya avtal med en räntebindingstid upp till 3 månader, det vill säga grupp B i Tabell 1.

Diagram A. Styrränta och MFI:ers utlåningsränta, nya avtal, räntebindingstid upp till 3 månader.



Källa: SCB och Macrobond.

Not. Skalstegen är identiska på vänster och höger skala.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK)