

FÖRDJUPNING – Så har Riksbankens åtgärder fungerat under coronakrisen

I likhet med många andra centralbanker har Riksbanken under coronakrisen inriktat penningpolitiken på att se till att de räntor som företag och hushåll möter hålls låga och att kreditförsörjningen i ekonomin fungerar. Det skapar förutsättningar för en god återhämtning i svensk ekonomi, vilket bidrar till att inflationen på sikt stiger mot målet. Viktiga åtgärder som har vidtagits är köp av räntebärande papper av olika slag och lån till banker för vidareutlåning till företag. Utvecklingen hittills indikerar att åtgärderna i stora drag har fungerat som det var tänkt. Därutöver samverkar insatser inom andra politikområden med Riksbankens åtgärder för att upprätthålla kreditförsörjningen till de svenska företagen. Exempelvis gör statliga lånegarantier det lättare för i grunden sunda småföretag med likviditetsproblem att få tillgång till krediter.

Turbulens på finansiella marknaderna i början av krisen

När coronakrisen bröt ut på allvar i våras uppstod en kraftig turbulens på de finansiella marknaderna i form av bland annat stora börsfall och mycket hög volatilitet. Eftersom krisen slog rakt mot intäkterna hos företagen, hamnade många av dem snabbt i svåra likviditetsproblem. Detta ökade också risken för deras finansierare. Även hushållssektorn drabbades av fallande förmögenhetsvärden och en ökad arbetslöshet.

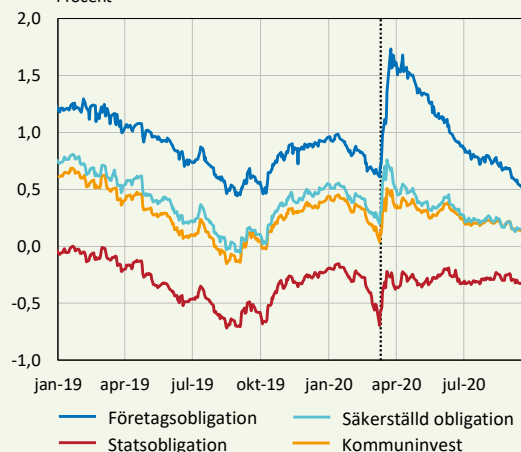
Marknadsräntorna och företagens tillgång till krediter påverkades därmed av den finansiella oron. En effekt blev en starkt ökad efterfrågan på likvida tillgångar – på engelska kallad *dash for cash*.⁸ I synnerhet gällde detta säkra tillgångar i amerikanska dollar med kort löptid och centralbanksreserver.

Viljan att inneha räntepapper med lång löptid minskade hos många investerare. Räntorna på sådana papper steg i varierande utsträckning (se diagram 1:12).

Ju mer riskfyllda papper var, desto mer steg räntorna. Speciellt stora problem fick marknaderna för företagsobligationer och säkerställda obligationer. Räntan på företagsobligationer steg allra mest. Det hade flera orsaker. Eftersom coronakrisen försämrade många företags intjäningsförmåga ökade kreditrisken för innehavarna av de värdepapper som var utgivna av dessa företag, alltså risken för att inte få tillbaka de investerade pengarna. Det gjorde att den premie för kreditrisk som aktörerna kräver steg. Ytterligare en effekt blev att det i stort sett bara fanns säljare på marknaden, vilket gjorde att likviditeten försämrades påtagligt. De aktörer som trots allt ville köpa företagsobligationer krävde därför en högre likviditetspremie, som avspeglar att papperen kan bli svåra att omsätta

om de behöver säljas. Ett tecken på detta var att skillnaden mellan köp- och säljräntan, den så kallade bid/ask-spreaden, steg kraftigt (se diagram 1:13).⁹

Diagram 1:12. Räntor på svenska obligationer med 5 års löptid
Procent



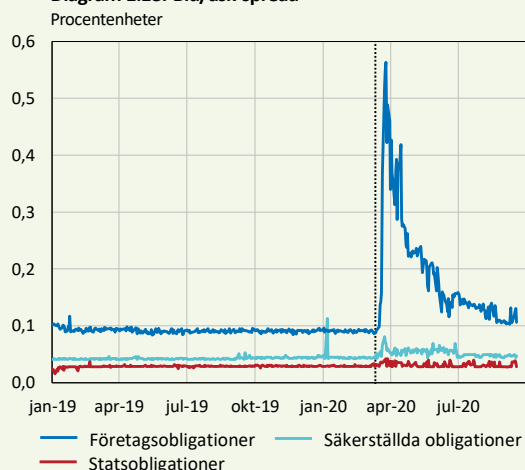
Anm. Nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Serien företagsobligation illustrerar en heterogen grupp av obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Den streckade vertikala linjen markerar den 11 mars, då WHO deklarerade att Covid-19 var en pandemi.

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken

⁸ För en beskrivning av detta fenomen, se exempelvis "Interim Financial Stability Report, May 2020", Bank of England.

⁹ Priset på obligationen förhåller sig omvänt till räntan; ju lägre pris, desto högre ränta.

Diagram 1:13. Bid/ask-spread



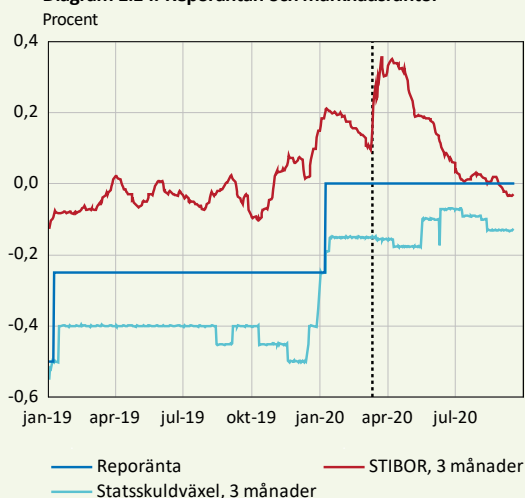
Anm. Den streckade vertikala linjen markerar den 11 mars, då WHO deklarerade att Covid-19 var en pandemi.

Källa: ASTRID (Reuters)

Många fonder som ägde företagsobligationer och hamnade i likviditetsproblem valde att sälja säkerställda obligationer, som var lättare att omsätta på marknaden. På så vis spred sig de stigande räntorna vidare från företagsobligationer till säkerställda obligationer.¹⁰

Den ökade oron på marknaden yttrade sig också i en skillnad mellan olika korta ränteplaceringar. Medan korta statspappersräntor sjönk något skedde en tydlig uppgång i interbankräntan, alltså den ränta som bankerna betalar för lån till varandra (se diagram 1:14).

Diagram 1:14. Reporäntan och marknadsräntor



Anm. Den streckade vertikala linjen markerar den 11 mars, då WHO deklarerade att Covid-19 var en pandemi.

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken

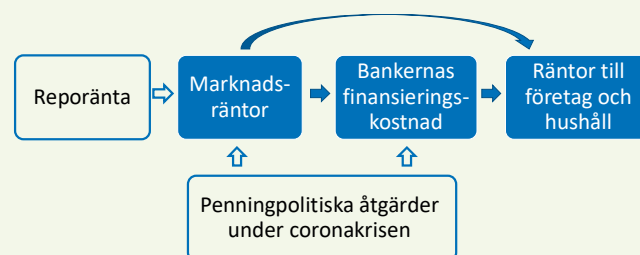
Sammanfattningsvis innebar det inledande skedet av coronakrisen en uppgång i räntorna på lån med längre löptid

och i premierna för räntepapper med högre risk. I en situation då många företag redan hamnat i akuta likviditetsproblem fanns det en risk för en tydlig kreditåtstramning i den svenska ekonomin, mot både hushåll och företag. En sådan utveckling hade kunnat förvärra krisen ytterligare. Därför vidtog Riksbanken åtgärder som bidrog till att hålla nere de räntor som de svenska företagen och hushållen mötte och som underlättade för bankerna att fortsätta att förse företagen och hushållen med krediter.

Hur fungerar de penningpolitiska verktygen?

Diagram 1:15 beskriver förenklat hur olika penningpolitiska verktyg kan påverka ränteläget i Sverige. De blå boxarna i figuren illustrerar transmissionen från reporäntan till de räntor som företag och hushåll slutligen möter. De penningpolitiska verktyg som stått i fokus för Riksbankens del under coronakrisen kan stödja denna transmission, genom att direkt påverka olika led mellan reporäntan och slutliga räntor. Som vi kommer att se kan effektiviteten hos åtgärderna bero på de rådande omständigheterna.

Diagram 1:15. Effekten av penningpolitiska åtgärder på ränteläget i Sverige



Köp av statsobligationer syftar till att påverka längre räntor generellt i ekonomin genom en direkt effekt på statspappersräntorna. Via den så kallade signaleringskanalen kan köpen bidra till att signalera att reporäntan kommer att vara låg framöver. Och via den så kallade premiekanalen kan löptidspremien, alltså den extra avkastning som investerarna kräver för att hålla långa istället för korta räntepapper, falla. Detta beror på att Riksbanken genom sina köp minskar tillgången på obligationer på andrahandsmarknaden. I en orolig situation då placerare vill skifta sitt innehav från långa till korta räntepapper kan just denna premiekanal vara särskilt verkningsfull. Under förutsättning att likviditets- och kreditriskspremier inte förändras påtagligt sprider sig de lägre räntorna på statsobligationer vidare till övriga obligationsmarknader. Köp av statsobligationer har alltså ett brett genomslag på marknadsräntorna.

Köp av kommunobligationer påverkar längre marknadsräntor på ungefär samma sätt som köp av statsobligationer. Men kommunobligationerna har inte samma

¹⁰ För en närmare beskrivning, se Finansiell stabilitet 2020:1, Sveriges riksbank.

ställning bland investerare som statspapper när det gäller risk och likviditet, vilket avspeglas i en något högre räntnivå (se diagram 1:12). Köpen kan ses som ett komplement till köp av statsobligationer för att påverka marknadsräntor och få ett brett genomslag i svensk ekonomi.

Köp av säkerställda obligationer påverkar räntorna på marknaden för dessa obligationer genom ungefär samma mekanismer som köp av statsobligationer. Effekten blir att den premie som investerarna vill betala, utöver räntan på statspapper, sjunker. Det kan vara särskilt betydelsefullt om det uppstår turbulens på de finansiella marknaderna. I och med att de svenska storbankerna finansierar en hel del av sin utlåning genom att emittera säkerställda obligationer har Riksbankens köp en direkt effekt på bankernas finansieringskostnader och i förlängningen också på slutliga räntor till hushåll och företag.

Köp av företagspapper i form av obligationer och certifikat kan vara speciellt verkningsfulla i en stressad marknadssituation.¹¹ Eftersom den svenska andrahandsmarknaden är relativt liten och outvecklad och papperen är svåra att omsätta kan vetskapen om att Riksbanken är aktiv på marknaden minska den likviditetspremie som köpare av papperen kräver.¹² Svenska företag har historiskt främst finansierat sig via banklån. På senare år har dock marknadsfinansiering genom emission av företagspapper ökat kraftigt. Köp av företagspapper som genomförs av Riksbanken på andrahandsmarknaden syftar till att hålla kostnaden för företagets marknadsbaserade finansiering nere, vilket illustreras av den bågformade pilen i diagram 1:15 från marknadsräntor till slutliga räntor.

Lån till banker för vidareutlåning till företag syftar till att hålla bankernas lånevolymer till företagen uppe, som ett ytterligare led i att upprätthålla kreditförsörjningen i ekonomin. Riksbanken lånar ut pengar till bankerna mot säkerheter, på villkor att de ökar sin utlåning till företagen. Villkoren är inte absoluta, utan räntan är extra låg om bankerna ökar företagsutlåningen.

Ytterligare kompletterande åtgärder under krisen

Utöver de ovan beskrivna åtgärderna har Riksbanken vidtagit ytterligare kompletterande åtgärder, genom att erbjuda bankerna likviditet, hålla deras finansieringskostnader nere och motverka stigande interbankräntor. Syftet har varit att undvika en kreditåttstramning i den svenska ekonomin och minska risken för att coronakrisen utvecklas till en finansiell kris. Riksbanken har erbjudit veckovisa extraordinära marknadsoperationer, i form av lån mot säkerhet på 3 respektive 6 månaders löptid till bankerna utan särskilda villkor för utlåning till företag, för att mer generellt hålla bankernas finansieringskostnader nere.

Dessutom har Riksbanken ändrat räntevillkoren i den stående utlåningsfaciliteten, vilket innebär att bankerna betalar en lägre ränta på lån över natten. Kraven på säkerheter vid lån till bankerna har också lättats på, genom att en större andel säkerställda obligationer godtas, inklusive sådana som getts ut av bankerna själva. På så vis kan bankerna låna mer hos Riksbanken.

Ytterligare en åtgärd som Riksbanken vidtagit är att erbjuda lån till bankerna i amerikanska dollar, som syftar till att säkra bankernas tillgång till likviditet i utländsk valuta men som även kan bidra till att hålla deras finansieringskostnader nere. Erbjudandet av en stor volym lån i amerikanska dollar har möjliggjorts genom ett så kallat swap-avtal med USA:s centralbank, Federal Reserve.

Tabell 1:1 innehåller en fullständig förteckning över de beslutade åtgärderna och i vilken omfattning de har utnyttjats hittills.

Åtgärderna har hjälpt till att hålla ränteläget lågt och att stödja kreditförsörjningen

Ett tecken på att åtgärderna har fungerat som det var tänkt är utvecklingen på obligationsmarknaden. Efter uppgången i mars har de långa marknadsräntorna för de mer riskfyllda tillgångsslagen sjunkit i Sverige (se diagram 1:12). Speciellt tydlig är nedgången på marknaden för företagsobligationer. Skillnaden mellan räntorna för köpare och säljare, bid/ask-spreaden, har sjunkit en hel del på denna marknad, vilket indikerar att en del av räntenedgången avspeglar en minskad likviditetspremie (se diagram 1:13). Statsobligationsräntorna har varit ungefär oförändrade jämfört med perioden före krisen (se diagram 1:12).

Sammantaget har den tydligaste effekten av Riksbankens obligationsköp varit minskade skillnader mellan övriga obligationsräntor och statspappersräntan.

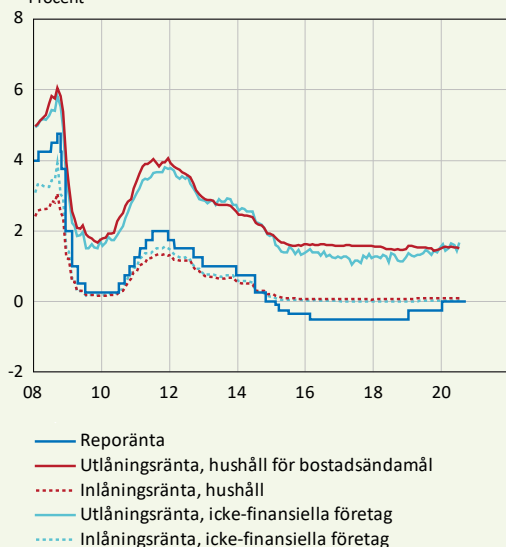
Även på penningmarknaden har Riksbankens åtgärder haft en tydlig effekt. Sedan krisens inledning har interbankräntan sjunkit påtagligt till en nivå nära eller något under reporäntan (se diagram 1:14).

Riksbankens åtgärder har alltså bidragit till att marknadsräntorna och bankernas finansieringskostnader hållits nere, vilket i slutänden kommit företagen och hushållen till del i form av låga låneräntor. Detta bekräftas av att de räntor som de svenska företagen och hushållen möter inte har förändrats nämnvärt sedan krisens inledning (se diagram 1:16). Det stödjer den ekonomiska återhämtningen och bidrar till att inflationen på sikt stiger mot målet.

¹¹ Företagspapper som vid emissionsstillfället har en kortare löptid än 1 år kallas certifikat. Om löptiden är längre än så kallas de obligationer.

¹² Se fördjupningen "Den svenska marknaden för företagsobligationer" i Penningpolitisk rapport, juli 2020, Sveriges riksbank.

Diagram 1:16. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya och omförhandlade lån
Procent



Anm. MFI:s genomsnittliga in- och utlåningsränta är ett volymviktat genomsnitt av räntor på samtliga löptider.

Källor: SCB och Riksbanken

Som vi såg tidigare har räntorna på företagsobligationer sjunkit tillbaka påtagligt, vilket har bidragit till att hålla nere kostnaderna för företagens marknadsbaserade finansiering (se diagram 1:12). Det finns också tecken på att åtgärderna har bidragit till att hålla kreditförsörjningen igång i den svenska ekonomin. Den totala utlåningen till hushåll och företag har utvecklats stabilt genom krisen (se diagram 1:17).

Diagram 1:17. Hushållens och företagens upplåning
Årlig procentuell förändring



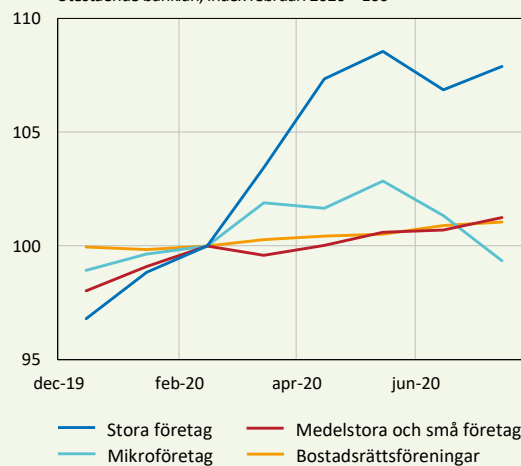
Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån.

Källa: SCB

Insatser inom andra politikområden viktiga för att upprätthålla kreditförsörjningen till svenska företag

Riksbankens utlåning till banker för vidareutlåning till företag inkluderar alla icke-finansiella företag och enskilda firmor. Riksbanken har även utvidgat kretsen av motparter, vilket gör att mindre banker som främst har små- och medelstora företag som kunder har möjlighet att låna hos Riksbanken för vidareutlåning till företag. Det är dock tydligt att bankernas utlåning i första hand har ökat till de större företagen (se diagram 1:18).

Diagram 1:18. Bankutlåning till svenska företag
Utestående banklån, index februari 2020 = 100



Källa: KRITA (SCB)

Utlåningen till mindre företag, den grupp av företag som hamnat i störst problem med sin likviditetsförsörjning, har inte ökat i samma utsträckning. Det finns flera tänkbara förklaringar till det.¹³ För det första kan efterfrågan på krediter hos dessa företag ha varit låg eftersom det är förknippat med risker att belåna sig ännu mer. Och för det andra kan bankernas benägenhet att låna ut pengar till dessa företag av olika skäl ha varit begränsad.

Att livskraftiga små och medelstora företag med likviditetsproblem också kan få tillgång till krediter kan underlättas exempelvis genom att staten går in och garanterar en del av bankernas lån till dessa företag. Sådana program har redan lanserats av regeringen och Riksgälden och samverkar med Riksbankens åtgärder när det gäller kreditförsörjningen till de svenska företagen.

¹³ Se E. Frohm, J. Grip, D. Hansson och S. Wollert, "Tudelad kreditutveckling under coronapandemin", Ekonomiska kommentarer nr. 6 2020, Sveriges riksbank.