

2 November 2023

FX-piloten

En sista räntehöjning – bra eller dåligt för kronan?

- Kopplingen mellan räntor och växelkurs visar sig vara mycket svag mot slutet av höjningscykler
- Det kan bero på att de negativa ekonomiska effekterna av räntehöjningarna är större
- En Riksbankshöjning i november väntas därför ha försumbara effekter på kronan
- Mot slutet av höjningscykler är det istället konjunktur som är viktigare



I fokus

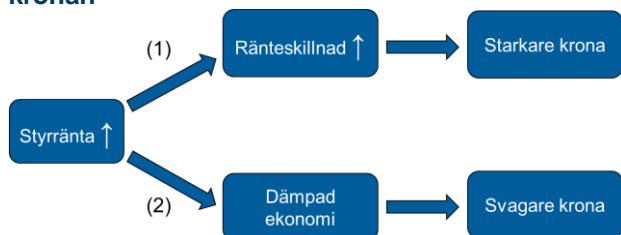
Vi tror att Riksbanken höjer styrräntan i november, för sista gången i den här cykeln. Men frågan är vilken effekt det kommer att ha på kronan. Analysen i den här piloten visar att ju längre in i höjningscykeln man kommer desto svagare blir effekten av räntehöjningarna på växelkursen. Det kan bero på att de negativa ekonomiska effekterna av höjningarna ökar, i takt med att hushållens och företagens balansräkningar försämras. Istället för ränteskillnader är det andra faktorer som blir viktigare för växelkursen, som ekonomiska utsikter och osäkerheten kring ränte- och konjunkturläget.

Två kanaler för hur en styrräntehöjning påverkar växelkursen

När räntan i ett land stiger brukar det vara förknippat med att valutan i det landet stärks. En förklaring till det är att avkastningen blir högre och mer attraktiv för investerare, allt annat lika. Men en högre ränta får också andra effekter, som kan ha en dämpande effekt på valutakursen. En sådan kanal är att de finansiella förhållandena blir stramare - det blir t.ex. dyrare för hushåll och företag att låna och räntebetalningarna ökar - och i grova drag kan det bromsa ekonomin vilket i sin tur kan leda till att landet blir mindre attraktivt att investera i och förväntningarna om en sådan utveckling kan försvaga valutan.

Dessa båda kanaler är illustrerade i bild 1, som kanal (1) respektive (2). Normalt sett dominerar den första kanalen, så när centralbanken höjer räntan stärks valutan. Men man kan ställa sig frågan hur styrkan av dessa kanaler varierar över tid. Mer specifikt kan det i dagsläget vara relevant att fråga sig hur de varierar över höjningscykeln.

Bild 1: Två kanaler för hur styrräntan påverkar kronan



Om Riksbanken höjer räntan i november - vilket vi tror - blir det förmodligen den sista räntehöjningen i den här cykeln. Men den sker i en miljö där de finansiella förhållandena redan har stramats åt. Till exempel är det många hushåll som kämpar med höga räntebetalningar och många företag inom exempelvis byggbranschen och den skuldtyngda fastighetssektorn som har det finansiellt svårt. Risken är att ytterligare räntehöjningar i det här läget får en allt större effekt på dessa aktörer, och att den

negativa effekten på konsumtionen och investeringarna blir större än jämfört med effekterna av de första höjningarna i cykeln. I en liten fördjupning mot slutet av den här piloten presenteras ytterligare resonemang för hur styrräntehöjningar sent i cykeln får en allt större effekt på hushållens konsumtion.

Det skulle alltså kunna vara så att kanal (2) blir starkare ju längre in i höjningscykeln man kommer. Samtidigt är det mycket som talar för att kanal (1) förblir någorlunda konstant över tid. Detta eftersom korta marknadsräntor är nära kopplade till styrräntorna och så länge det inte uppstår några betydande riskpremier på penningmarknaderna så möter investerare en ränteskillnad som reflekterar skillnaden i styrräntorna.

Sammantaget har vi landat i hypotesen att förändringar i styrräntan har en mindre effekt på växelkursen ju längre in i höjningscykeln man kommer, eftersom kanal (2) i allt större utsträckning motverkar kanal (1). Låt oss testa detta i faktiska priser och räntor. Vi fokuserar på EURSEK, som är den viktigaste växelkursen för Riksbanken och svensk ekonomi. Framför allt lämpar den sig väl i det här testet eftersom den svenska penningpolitiken är välsynkroniserad med den europeiska. Det blir därför enkelt att identifiera gemensamma höjningscykler.

Bild 2 visar fyra höjningscykler sedan eurons införande i början av 1999. Varje höjningscykel är uppdelad i två lika långa perioder - en första del av cykeln (grönt fält) och en andra del (rosa fält).

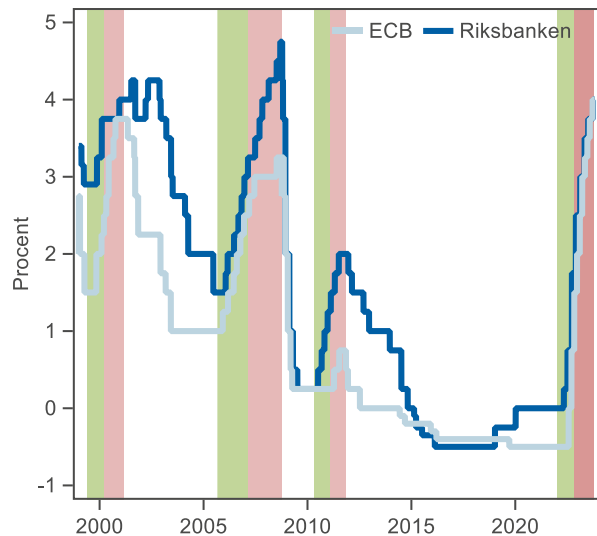
En modell för att testa vår hypotes

I en regressionsmodell låter vi sedan förändringen i växelkursen förklaras av förändringen i ränteskillnaden. Vi skattar samma modell men över olika perioder, och frågan vi i slutändan ställer oss är om skattningen med data från tidigt i cykeln skiljer sig från skattningen med data från sent i cykeln.

För ordningens skull kan vi tillägga att räntorna som används är 3-månaders interbankräntor och som

förklarande variabel har vi även inkluderat ett aktieindex som proxy för risksentimentet.¹

Bild 2: Styrräntor och höjningscykler (tidigt/sent)



Anm. Gröna fält avser inledande skeden av höjningscyklerna, och röda de avslutande skedena.

Källa: Macrobond

Svag effekt av ränteförändringar på växelkursen i slutet av höjningscykeln

De fyra perioderna vi testar är:

- Hela perioden mellan 1999 och 2023
- Höjningscyklerna (de gröna och rosa fälten i bild 2)
- Tidigt i cykeln (de gröna fälten i bild 2)
- Sent i cykeln (de rosa fälten i bild 2).

Resultaten av skattningarna presenteras i tabell 1. I den första specifikation, för hela perioden 1999-2023, är koefficienten för ränteskillnaden -3,2. Det kan tolkas som att en ökning av skillnaden mellan svenska och europeiska 3-månaders räntor, med en procentenhet, är förknippad med en förstärkning av kronan mot euron med 3,2 procent. Tittar man på enbart perioder av höjningscykler, i den andra specifikationen, faller koefficienten till -2,1. Den är fortfarande signifikant, både statistiskt och ekonomiskt sett, men kopplingen mellan ränteskillnader och växelkurs är något svagare.

När vi sedan delar upp höjningscyklerna i en tidig och en sen del, framkommer ett tydligt resultat. Koefficienten för ränteskillnaden tidigt i cykeln är återigen starkt signifikant, men den signifikansen försvinner sedan i den sista specifikationen (ett lågt t-värde).

Resultaten tyder alltså på att ränteskillnader är viktiga för växelkursen under den första halvan av höjningscykeln, men att den kopplingen sedan försvinner under den senare halvan av cykeln.

Tabell 1: Regressioner av EURSEK

	1999-2023	Hela cykeln	Tidigt i cykeln	Sent i cykeln
Ränteskillnad	-3,2*** [-5,3]	-2,1*** [-2,6]	-3,4*** [-3,5]	-0,8 [-0,7]
S&P 500	-0,1*** [-6,8]	-0,1*** [-5,1]	-0,2*** [-4,6]	-0,1*** [-2,6]
Justerat R2	19%	22%	38%	9%
Antal observationer	296	101	49	52

Anm: Data är på månadsfrekvens. Växelkurser och S&P 500 index går in i modellen som procentuell förändring och ränteskillnader som förändring i procentenheter. Hakparenteser visar t-värden. "Tidigt i cykeln" avser de gröna fälten i Bild 1, "Sent i cykeln" de rosa. "Hela cykeln" avser både gröna och rosa fälten. *** avser statistik signifikans motsvarande $p < 0.01$

Hypotesen bekräftas - sent i cykeln blir andra faktorer än ränteskillnaden viktigare

Resultaten talar för att det är andra faktorer än ränteskillnaden som blir viktiga för växelkursen när vi närmar sig slutet av höjningscykeln. I tabell 1 kan man också notera hur modellens förklaringsgrad sjunker tydligt i den sista specifikationen – inte minst jämfört med den tredje specifikation. Så i början av cykeln kan modellen förklara ungefär 38 procent av variationen i växelkursen men under andra halvan av cykeln kan bara 9 procent förklaras.

Det här går i linje med vår inledande hypotes – att ekonomiska faktorer blir allt viktigare ju längre in i cykeln man kommer. Med andra ord, kanal (2) i bild 1 blir allt starkare, vilket gör att effekten av räntehöjningen på växelkursen försvagas.

Det kan naturligtvis finnas andra förklaringar till det vi ser i modellen. Men oavsett så talar resultaten för att växelkursen drivs av lite andra faktorerna när vi närmar oss slutet av cykeln.

Implikationer för kronan framöver

Enligt marknadsprissättningen är det i skrivande stund ungefär 70 procent sannolikhet för att Riksbanken höjer räntan i november. En höjning skulle därmed inte vara någon större överraskning men eftersom den inte är fullt inprisad kan man tänka sig att kronan ändå stärks marginellt mot euron, på kort sikt. Men modellresultaten indikerar att effekten skulle vara mycket liten och förmodligen skulle den på några veckors sikt vara försumbar. Samma resonemang kan föras om Riksbanken väljer att

¹ Vi inkluderar ett aktieindex eftersom risksentimentet sannolikt tenderar att försämrats över cykeln, och det finns en tydlig koppling mellan risksentimentet och EURSEK (försämrat risksentiment = svagare krona) som vi därför vill kontrollera för i modellen.

avstå från att höja. I det fallet skulle kronan sannolikt försvagas en aning vid beskedet, men på några veckors sikt skulle effekten återigen vara försumbar.

För att ta ut en riktning för kronkursen bör man istället fokusera på andra faktorer, som den relativa ekonomiska utvecklingen och den globala osäkerheten kring ränte- och konjunkturläget.

Att inflationen är så pass hög (högre än i euroområdet) är något som väger mot kronan eftersom det ger en bild av att Sverige har ett större inflationsproblem än euroområdet. Men i takt med att inflationen i såväl Sverige som omvärlden närmar sig målet på 2 procent bör osäkerheten kring det globala konjunkturläget förbättras, och i en sådan miljö kan kronan stärkas mer varaktigt. Vi väntar oss att den typen av vändning kommer mot slutet av våren 2024.

För att sammanfatta tror vi att Riksbanken höjer räntan i november, men att kronan trots det inte kommer att stärkas nämnvärt mot euron under de följande månaderna. Vändning för kronan kommer snarare mot våren 2024 när osäkerheten kring konjunkturen och ränteläget minskar.

Fördjupning: en styrräntehöjning sent i höjningscykeln får större effekt på hushållens konsumtion

I ett tidigt skede av cykeln finns det ett relativt stort utrymme i hushållens balansräkningar för att hantera räntehöjningarna. En räntehöjning som medför ökade räntebetalningar kan mötas med ett minskat sparande, eller att hushållen använder sitt sparkapital, för att upprätthålla konsumtionsnivån. På så vis blir effekten av räntehöjningen på konsumtionen relativt liten. Men detta förändras ju längre in i cykeln man kommer. I takt med att sparandet och sparkapitalet minskar kommer en allt större del av räntehöjningen att slå direkt mot konsumtionen.

Ett annat skäl till att räntehöjningar slår olika över cykeln har att göra med räntebindningstider. Omkring 80 procent av bolånen är tecknade till räntebindningstider på under 1 år, och endast 10 procent har en bindningstid på över 2 år. I grova drag kan man förmodligen anta att hushåll som binder till korta räntebindningstider har en något starkare ekonomi än de som binder till långa räntebindningstider. En anledning till det skulle vara att hushåll med mer ansträngda ekonomier tenderar att sätta en högre vikt vid att ha en god förutsägbarhet i sin privatekonomi, vilket de kan få genom att binda räntorna. Dessa hushåll tenderar då också att ha ett relativt sett lågt sparande och lågt sparkapital.

De första höjningarna i en höjningscykel får en direkt effekt på hushåll med korta räntebindningstider, men som vi diskuterade ovan har dessa hushåll relativt sett goda privatekonomier och tidigt i cykeln har de dessutom ett sparande och sparkapital som kan göra att de kan upprätthålla sin konsumtion.

Ju längre in i cykeln vi kommer desto fler av lånen med långa räntebindningstider rullar över och tecknas till de nya, högre räntorna. Då drabbas även hushållen som har det relativt sett sämre ställt, och eftersom de sannolikt tenderar att ha ett lågt sparande behöver de hantera de ökade räntebetalningarna genom att minska sin konsumtion.

Båda effekterna vi har diskuterat här talar alltså för att hushållens konsumtion blir allt mer känslig mot ytterligare räntehöjningar ju längre in i höjningscykeln man kommer. För Riksbankens del kan detta ses som något positivt, eftersom penningpolitiken får en starkare effekt på inflationen. Men det gör också att avvägningen mellan att få ner inflationen och att orsaka så lite ekonomisk skada som möjligt blir svårare och mindre förutsägbar. I vår Konjunkturprognos räknar vi med svag konsumtion några kvartal till men samtidigt börjar reallöner öka så smått, och snart har de flesta hushåll bundit om sina lån till högre räntor.

Tommy von Brömsen
tommy.von.bromsen@handelsbanken.se
Tel: +46 72-221 83 16

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för risker

Alla placeringar innebär risker och investeraren uppmanas att fatta egna beslut om lämpligheten att placera i något av de värdepapper som omnämns i rapporten, mot bakgrund av egna mål med placeringen, ekonomisk ställning och riskvillighet. Ett finansiellt instruments historiska avkastning är inte en garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både öka och minska och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet.

Ansvarsbegränsningar

Handelsbanken Capital Markets, som är en division inom Svenska Handelsbanken AB (publ) (i fortsättningen kallad "SHB"), är ansvarig för sammanställningen av analysrapporter. I Sverige står SHB under tillsyn av Finansinspektionen, i Norge av norska Finansinspektionen och i Finland av finska Finansinspektionen. Alla analysrapporter bygger på information från handels- och statistiktjänster och annan information som SHB bedömt vara tillförlitlig. SHB har emellertid inte själv verifierat informationen och kan inte garantera att informationen är sann, korrekt eller fullständig.

SHB eller någon av dess närstående företag, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare åtar sig inget som helst ansvar gentemot en person för direkta, indirekta eller särskilda skador eller följdskador som uppstår efter användning av information i analysrapporter, inklusive eventuell utebliven vinst, utan begränsning. Detta gäller även om SHB uttryckligen har informerats om möjligheten eller sannolikheten för sådana skador.

Åsikterna i SHB:s analysrapporter är SHB:s och dess dotterbolags medarbetares uppfattningar och avspeglar respektive analytikers personliga uppfattning vid nuvarande tidpunkt och kan förändras. Det finns inga garantier för att framtida händelser ligger i linje med dessa uppfattningar. Varje analytiker som identifierats i rapporten intygar också att de uppfattningar som uttrycks här och som tillhör analytikern korrekt avspeglar hans eller hennes personliga uppfattningar om de företag eller värdepapper som diskuteras i analysrapporten.

Syftet med SHB:s analysrapporter är endast att ge information. Informationen i analysrapporterna utgör ingen personlig rekommendation eller personligt investeringsråd, och analysrapporterna eller uppfattningarna bör inte utgöra underlag för investeringsbeslut eller strategiska beslut. Detta dokument utgör inte eller är inte del av ett erbjudande om försäljning eller tecknande av eller inbjudan till ett erbjudande om att köpa eller teckna värdepapper, och det ska heller inte, helt eller delvis, utgöra underlag för eller användas i samband med eventuellt avtal eller åtagande i någon form. Det är inte säkert att tidigare utveckling upprepas och tidigare utveckling ska inte tas som en indikation på framtida utveckling. Värdet på investeringarna och avkastningen från dem kan gå såväl ned som upp och investeraren riskerar att förlora hela sitt investerade innehav. Investeraren garanteras inga vinster på investeringar och kan förlora pengar. Förändringar i valutakurser kan förorsaka att värdet på investeringar gjorda i andra länder och vinster från dessa stiger eller faller. Denna analysprodukt uppdateras regelbundet.

Ingen del av SHB:s analysrapporter får reproduceras eller spridas till någon annan person utan att SHB dessförinnan lämnat sitt skriftliga medgivande därtill. Spridningen av detta dokument kan i vissa jurisdiktioner vara förbjuden i lag och personer som på något sätt mottar dokumentet måste själva förvissa sig om, och iaktta, eventuella restriktioner.

Rapporten innefattar inga legala eller skatterelaterade aspekter kopplade till emittentens planerade eller befintliga emissioner av skuldebrev. Innehållet är uteslutande avsett för kunder i Sverige.

Viktiga upplysningar om analyser

SHB:s medarbetare, inklusive analytiker, får ersättning som genereras av företagets totala lönsamhet. Ersättningen till analytiker baseras inte på specifika corporate finance- eller obligationsmarknadstjänster. Ingen del av analytikerns ersättning har kopplats, eller kommer att kopplas, direkt eller indirekt till specifika rekommendationer eller uppfattningar som uttrycks i analysrapporterna.

SHB och/eller dess dotterbolag kan erbjuda investmentbank-tjänster och andra tjänster, inklusive corporate banking-tjänster och värdepappersrådgivning, åt företagen som omnämns i vår analys.

Vi kan agera rådgivare och/eller mäklare åt de företag som omnämns i vår analys. SHB kan också ansöka om corporate finance-uppdrag hos dessa företag.

Vi köper och säljer värdepapper som omnämns i vår analys från kunder i eget namn. Vi kan därför vid olika tidpunkter ha en lång eller kort position i sådana värdepapper. Vi kan också fungera som marknadsgarant för värdepapper avseende alla företag som omnämns i analysrapporten.

SHB, dess närstående företag, kunder, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare kan äga eller inneha positioner i värdepapper som omnämns i analysrapporterna.

Under vissa förutsättningar får banken i samband med tjänster avseende finansiella instrument betala eller ta emot incitament, t.ex. avgifter och kommission från andra än kunden. Incitament kan bestå av såväl monetära som icke-monetära förmåner. Om incitament utges till eller tas emot av tredje part krävs att ersättningen ska syfta till att höja kvaliteten på tjänsten och att den inte hindrar banken från att tillvarata kundens intressen. Kunden ska informeras om de ersättningar som banken tar emot. När banken tillhandahåller investeringsanalys tar banken emot och behåller ersättningar och förmåner som utgör mindre icke-monetära förmåner från tredje part. Mindre icke-monetära förmåner består av något av följande.

- Uppgifter eller dokumentation om ett finansiellt instrument eller en investeringstjänst, som är av allmän karaktär.
- Skriftligt material som framställts av en tredje part som är emittent för att marknadsföra en nyemission.
- Deltagande i konferenser och seminarier som gäller ett visst instrument eller en viss investeringstjänst
- Representation upp till ett rimligt värde.

Banken har riktlinjer för analys, vilka ska säkerställa analytikerns och analysavdelningens integritet och oberoende samt identifiera faktiska eller potentiella intressekonflikter som berör analytiker eller banken, samt att lösa sådana eventuella konflikter genom att eliminera eller minska dem och/eller offentliggöra dem om lämpligt. Som ett led i kontrollen av intressekonflikter har Handelsbanken infört restriktioner ("informationshinder") i kommunikationen mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom Handelsbanken. Analysavdelningen är organisatoriskt åtskild från corporate finance-avdelningen och andra avdelningar med liknande arbetsuppgifter. I riktlinjerna för analysavdelningen finns regler för hur ersättningar, bonus och lön får betalas ut till analytiker, vilka marknadsföringsaktiviteter en analytiker får delta i, hur analytiker ska hantera sina egna och närståendes värdepappersaffärer m.m. Vidare finns också inskränkningar i kommunikationen mellan analytikern och det analyserade bolaget.

Enligt bankens Etiska riktlinjer i Handelsbankenkoncernen ska styrelsen och samtliga anställda inom Handelsbanken i sin verksamhet i banken och vid andra uppdrag iaktta hög etisk standard. Anställda i banken ska uppträda så att förtroendet för banken upprätthålls. All verksamhet i koncernen ska präglas av hög etisk standard. Intressekonflikter ska identifieras och handläggas på ett för berörda parter rimligt sätt. Policyn för etik beskriver, utöver detta, även hur anställda som misstänker oegentligheter eller andra missförhållanden ska förfara, exempelvis med hjälp av SHB:s visseblåarsystem (whistleblowing). I SHBs policy för korruption fastslås vikten av att förebygga och aldrig acceptera korruption, samt att alltid agera vid misstanke om korruption. För fullständig information om Handelsbankens Policyer hänvisas till Handelsbankens hemsida <https://www.handelsbanken.com/sv/> / Om koncernen / Policydokument och riktlinjer.