

FÖRDJUPNING – Perspektiv på den negativa reporäntan

Reporäntan har varit negativ sedan februari 2015. Eftersom negativa nominella räntor är ett nytt fenomen är det inte förvånande att denna situation har gett upphov till en hel del diskussion. De reala räntorna – som är mer relevanta för konsumtions- och investeringsbeslut – har sjunkit under lång tid och varit negativa vid flera tillfällen genom historien. Men negativa nominella räntor är desto mer ovanliga. Under senare år har flera centralbanker infört negativ styrränta i spåren av den utdragna lågkonjunkturen. Erfarenheterna är alltså begränsade, men efter snart ett och ett halvt år med negativ styrränta i Sverige har penningpolitiken haft ett tydligt genomslag på ekonomin, och inga större problem har uppstått.

Negativ reporänta – tidigare utforskad mark

Penningpolitiken i Sverige och flera andra länder är i dagsläget mycket ovanlig i ett historiskt perspektiv, med negativ styrränta och omfattande köp av värdepapper. I synnerhet det faktum att Riksbanken valt att låta reporäntan bli negativ har framkallat en debatt, där argument mot den negativa reporäntan har framförts. Ett argument är att den negativa räntan skulle motverka sitt syfte, eftersom den skapar osäkerhet som innebär att efterfrågan i ekonomin sjunker när aktörerna i ekonomin väntar med konsumtion och investeringar. Det finns också en oro att den negativa reporäntan, som leder till allmänt lägre räntor, ökar riskerna i ekonomin via stigande bostadspriser och skulder.

Att det uppkommer en diskussion är inte förvånande med tanke på att situationen med negativ reporänta är ny. Riksbanken är medveten om att en negativ reporänta kan ge upphov till önskad effekt, men anser att den i dagsläget är nödvändig för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Just eftersom det är utforskad mark har Riksbanken sänkt reporäntan under noll i mindre steg än normalt. Riksbanken följer utvecklingen kontinuerligt för att bedöma om penningpolitiken har avsedd effekt och förvissa sig om att den finansiella stabiliteten inte hotas.

Varför behövs negativ reporänta i Sverige?

På senare år har flera centralbanker utöver Riksbanken infört negativ styrränta: Danmarks nationalbank, Schweiz nationalbank, ECB och den japanska centralbanken. Det finns flera anledningar till att Riksbanken har sett ett behov av att införa negativ reporänta. En anledning är att den underliggande trenden i realräntan har sjunkit under lång tid till följd av strukturella faktorer, exempelvis ett högt sparande. Det bidrar till att den nivå på reporäntan som är förenlig med balans i samhällsekonomin har sjunkit.³ Då behöver också reporäntan vara mycket låg för att

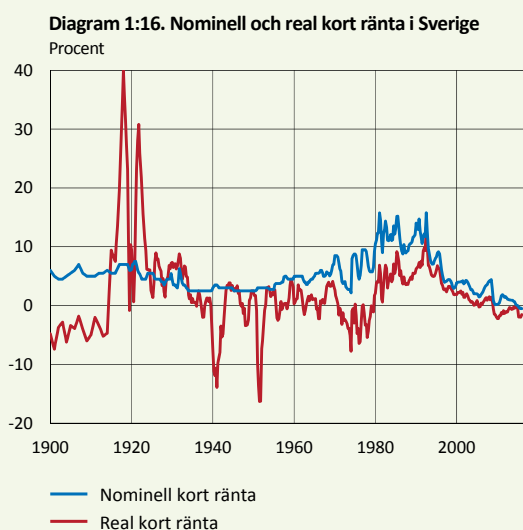
stimulera ekonomin. För en öppen ekonomi som den svenska är dessutom räntans nivå i förhållande till omvärlden mycket viktig. Omvärldens styrräntor har nått historiskt mycket låga nivåer kring noll procent, av samma skäl som i Sverige (se diagram 2:1). Om den svenska styrräntan avviker för mycket från styrräntorna i omvärlden skulle, allt annat lika, kronan stärkas påtagligt, vilket i sin tur skulle dämpa både den ekonomiska aktiviteten och inflationen.

I och med att inflationen under lång tid legat under målet och de långsiktiga inflationsförväntningarna legat under 2 procent har det funnits ett behov av en mycket expansiv penningpolitik i Sverige. Riksbanken har därför bedömt att det varit nödvändigt att sänka reporäntan under noll för att värna inflationsmålet som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Sällsynt med negativa nominella räntor

Penningpolitiken påverkar via styrräntan ekonomins olika nominella räntor. Men de reala räntorna, som avspeglar skillnaden mellan de nominella räntorna och den förväntade inflationen, är egentligen mer relevanta för konsumtions- och investeringsbeslut. Den korta realräntan har varit negativ i stort sett oavbrutet sedan 2009. Också längre tillbaka i historien har det förekommit negativa realräntor i Sverige, senast under 1970-talet då inflationen var hög och varierande (se diagram 1:16). Negativa nominella räntor har varit desto mer sällsynta: den nominella korta räntan i Sverige har aldrig varit negativ före 2015.

³ Se H. Armelius, P. Bonomolo, M. Lindskog, J. Rådahl, I. Strid och K. Walentin, "Lägre neutral ränta i Sverige?", Ekonomiska kommentarer nr 8 2014, Sveriges riksbank, samt fördjupningen "Låga globala räntor" i Penningpolitisk rapport oktober 2014.



Anm. Den reala räntan beräknas från serier för nominell ränta och inflation/inflationsförväntningar. För den nominella räntan och inflationen används årsdata från "historisk monetär statistik" för 1900–1918. För den nominella räntan används riksbankens diskonto för 1918–1983, och därefter räntan på en tremånaders statsskuldsväxel. För inflationen används levnadskostnadsindex/KPI från SCB för 1918–1979 och därefter inflationsförväntningar hos hushållen på ett års sikt från Konjunkturinstitutet.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Under lång tid var den gängse uppfattningen att styrrentan inte kunde sänkas under noll, även om det skulle finnas ett sådant behov.⁴ Resonemanget baseras på att hushåll och företag som ett alternativ till räntebärande tillgångar kan placera sina pengar i kontanter, som per definition ger noll nominell ränta. Om bankerna skulle införa negativ ränta på insättningskonton finns det en risk att insättarna, däribland hushållen, för att undvika den negativa räntan skulle ta ut pengarna från sina inlåningskonton och istället "lägga dem i madrassen".

Vilka aktörer i svensk ekonomi möter negativ ränta?

Att reporäntan är negativ betyder inte att det allmänna ränteläget i Sverige är negativt. Reporäntan är en mycket speciell kort ränta som direkt bara har betydelse för Riksbankens penningpolitiska motparter, framförallt affärsbankerna. När reporäntan är negativ betalar bankerna ränta för att "förvara" sina pengar hos Riksbanken, eftersom banksystemet har ett sammantaget överskott i likviditet gentemot Riksbanken. Likviditetsöverskottet har ökat under senare tid, huvudsakligen på grund av Riksbankens köp av statsobligationer. Detta kan bidra till att öka effekterna av negativ ränta på ekonomin, eftersom bankerna då har större anledning att leta efter högre avkastning på sina placeringar.

När reporäntan har sänkts till $-0,5$ procent har också de korta interbank- och statsräntorna följt med under noll och ligger nu på ungefär samma nivå som reporäntan. Att interbankräntorna är negativa betyder att räntan är

negativ för lån mellan banker. Negativa korta och medellånga statsräntor betyder i sin tur att staten också kan låna till negativ ränta på löptider upp till ungefär åtta år. Även banker och vissa större företag och kommuner kan låna kortfristigt till negativ ränta.

Inlåningsräntorna för hushåll och de flesta företag hittills inte under noll

Hittills har bankerna avstått från att införa negativ inlåningsränta för hushåll och de flesta företag. I Sverige är det bara ett fåtal aktörer som fått en negativ inlåningsränta. Det rör sig främst om större företag och kommuner, som också kan låna till negativ ränta, vilket gör att det finns utrymme för bankerna att ta ut negativ inlåningsränta av dem. De genomsnittliga inlåningsräntorna för hushåll och företag har sedan en tid legat kring noll procent (se diagram 2:8). Men information från bankerna pekar på att en viss del av de icke-finansiella företagens inlåning möter negativ ränta i form av avgifter, som därmed inte syns i statistiken. Detta gäller dock endast en liten del av de icke-finansiella företagens totala inlåning. I Riksbankens företagsundersökning uppger företag med stor kassa att de försöker placera om sin likviditet för att undvika dessa nya kostnader för inlåningen.

Tabell 1:4.

Räntor som är negativa
Reporäntan
Interbankräntor
Statsobligationer med löptid upp till 8 år
Bostadsobligationer med löptid upp till 3 år
Inlåningsräntor för vissa större företag och kommuner
Kortfristig marknadsfinansiering för vissa företag och kommuner
Räntor runt noll
Inlåningsräntor för hushåll och de flesta företag
Räntor som är positiva
Utlåningsräntor för hushåll och företag
Statsobligationer med löptid över 8 år
Bostadsobligationer med löptid över 3 år
Företagsobligationer

Lönsamma banker och små praktiska problem

Ett annat argument mot negativa räntor är att dessa minskar bankernas lönsamhet, vilket skulle leda till högre utlåningsräntor och ett lägre utbud av krediter. Svenska bankers lönsamhet har dock varit hög och stabil under de senaste årens räntesänkningar. Sänkningarna av reporäntan under noll bedöms också ha bidragit till lägre utlåningsräntor för hushåll och företag, i och med att bankernas marknadsfinansiering har blivit billigare. Riksbankens bedömning är att den sammantagna effekten av negativa räntor på bankers lönsamhet är begränsad och till och med kan vara positiv, och att

⁴ Se exempelvis U. Söderström och A. Westermark, "Penningpolitik när styrräntan är noll", Penning- och valutapolitik nr 2, 2009, Sveriges riksbank.

penningpolitiken har fungerat väl även vid en negativ styrräntenivå.⁵

För vissa aktörer kan det finnas kostnader specifikt förknippade med negativa räntor. Det handlar bland annat om IT-system som kan ha begränsade möjligheter att hantera negativa räntor och kostnader relaterade till legala och avtalsmässiga problem som uppstår vid negativa räntor. Behoven av att anpassa finansiella system och praxis bland aktörerna har dock hittills varit små och har kunnat hanteras.⁶

Låg risk för stora kontantuttag

Riksbanken bedömer att det är liten risk för att banker, företag eller hushåll skulle börja ta ut stora mängder kontanter. Hushållen möter inte negativ ränta, och att byta från att använda kort för betalningar till att hålla stora mängder kontanter är förknippat med påtagliga kostnader, exempelvis för säker förvaring av sedlar och mynt.⁷ Bankerna och vissa företag möter visserligen negativ ränta, men även för dem är kostnaden av en ökad kontanthantering stor. Kontantanvändningen har i Sverige minskat trendmässigt under många år, och så här långt syns inga tecken på att denna trend skulle vara på väg att vända.

Negativ reporänta inte uttryck för "kris"

En farhåga som ibland nämns i debatten är att den negativa reporäntan ökar osäkerheten bland ekonomins aktörer, eftersom den skulle uppfattas som ett "krisverktyg". Hittills finns dock inga signaler på sjunkande efterfrågan i ekonomin till följd av ökad osäkerhet hos hushåll, företag eller aktörer på finansiella marknader. Aktörerna i ekonomin förefaller inte avvakta med att konsumera och investera. Nationalräkenskaperna visar exempelvis att både bostadsinvesteringar och näringslivets övriga investeringar utvecklats betydligt starkare än normalt de senaste åren. Och den inhemska efterfrågan har överlag varit en viktig drivkraft bakom den förbättrade konjunkturen i Sverige. Hushållens konsumtion av varaktiga varor har till exempel ökat i god takt. Arbetsmarknaden har kontinuerligt förbättrats, sysselsättningen stiger, varsel om uppsägning är på låga nivåer och företagen planerar alltjämt att fortsätta rekrytera, vilket tyder på optimism om framtiden.

Konjunkturinstitutets barometerindikator signalerar sammantaget att förtroendet har stigit efter att reporäntan sänkts under noll (se diagram 3:7).

Den expansiva penningpolitiken har bidragit till hög tillväxt och stigande inflation, men medför också risker

Riksbankens bedömning är alltså att penningpolitiken har fungerat i stort sett som normalt även när reporäntan sänkts under noll. Den negativa reporäntan – i kombination med Riksbankens köp av statsobligationer – har haft en expansiv effekt på svensk ekonomi. Tillväxten är god, samtidigt som arbetslösheten nått den lägsta nivån sedan 2009 och det finns inga tydliga tecken på att negativ reporänta lett till ökad osäkerhet som håller tillbaka den ekonomiska aktiviteten. Även om inflationen fortfarande är under målet har den stigit trendmässigt sedan 2014 och inflationsmålet upplevs som trovärdigt.

Men det generellt låga ränteläget medför samtidigt risker, som i Sverige framförallt är förknippade med hushållens höga och växande skuldsättning. Som Riksbanken länge påtalat krävs därför åtgärder inom andra politikområden för att på olika sätt minska dessa risker. Penningpolitiken behöver vara expansiv för att ge fortsatt stöd åt svensk ekonomi och uppgången i inflationen. En kraftigt höjd ränta skulle förvisso bromsa skulduppbyggnaden, men till priset av en snabb förstärkning i kronan, lägre inflation och högre arbetslöshet. Jämfört med räntehöjningar kan andra åtgärder i högre grad utformas för att hantera just riskerna förknippade med hushållens skulder, och de negativa effekterna på ekonomin i övrigt kan därmed väntas vara mindre.

⁵ Se fördjupningen "Hur påverkar låga och negativa räntor bankers lönsamhet?" i Penningpolitisk rapport april 2016.

⁶ En fråga har rört obligationer med rörlig kupong. När referensräntan är negativ kan kupongen också bli det. Då ska investeraren betala kupongen till utgivaren, istället för tvärtom. Marknadernas aktörer har hittills hanterat detta genom att investerarna inte behöver betala vid negativa kuponger.

⁷ Se J. Alsterlind, H. Armelius, D. Forsman, B. Jönsson och A-L Wretman, "Hur långt kan reporäntan sänkas?", Ekonomiska kommentarer nr 11, 2015, Sveriges riksbank.