

FÖRDJUPNING – Riksbankens erfarenheter av negativ reporänta

I februari 2015 sänkte Riksbanken för första gången någonsin reporäntan under noll. Inflationen hade då länge legat under målet och inflationsförväntningarna riskerade att bita sig fast på alltför låga nivåer. I februari 2016 hade reporäntan sänkts till – 0,50 procent. Efter hand började inflationen stiga och var så småningom åter nära 2 procent. I december 2018 höjdes reporäntan till – 0,25 procent och i december 2019 till noll procent. Riksbanken blev därmed den första centralbank som haft negativ styrränta och höjt räntan tillbaka till noll. Det kan därför finnas skäl att summera Riksbankens erfarenheter så här långt av en politik med negativ styrränta. Riksbankens bedömning är att den negativa räntan har haft en expansiv effekt på ekonomin och bidragit till att inflationen legat nära målet de senaste åren.

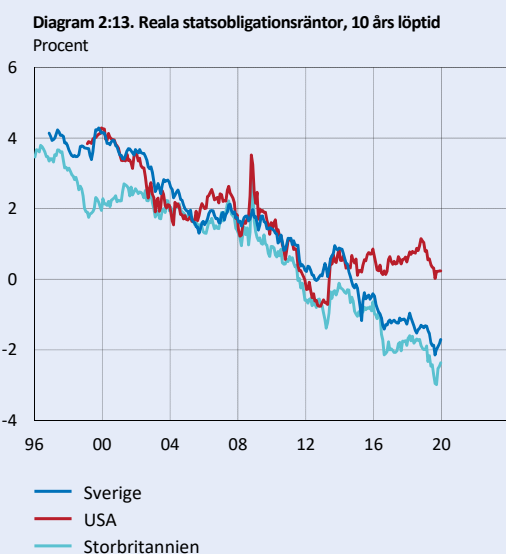
Varför negativ reporänta?

Sedan början av 2015 har Riksbanken fört en mycket expansiv penningpolitik, med negativ reporänta och stora köp av statsobligationer. Direktionen bedömde att denna expansiva penningpolitik var nödvändig för att få inflationen tillbaka till 2 procent och på så sätt upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Vilka fördelarna är med ett inflationsmål och varför det är bra om målet är 2 procent diskuteras mer i detalj i avsnittet ”Syftet med inflationsmålet” i kapitel 4.

En viktig principiell förklaring till att reporäntan behövt vara negativ är att det allmänna ränteläget i Sverige och omvärlden har kommit att bli historiskt lågt. Detta beror i sin tur på strukturella faktorer som den demografiska utvecklingen och trender i produktiviteten som har

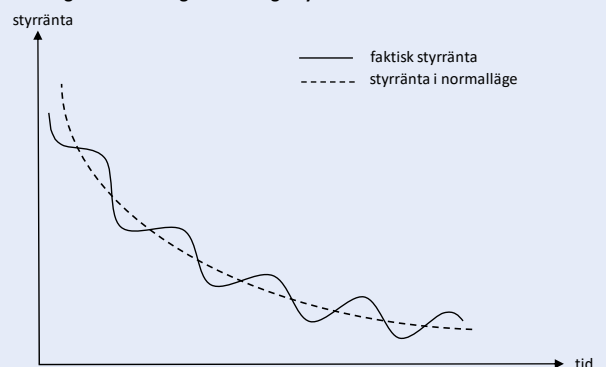
medfört att det reala ränteläget i världen har fallit de senaste decennierna (se diagram 2:13).⁷ Denna utveckling har centralbankerna inte möjlighet att styra.

Hur detta har bidragit till att reporäntan behövt vara negativ förklaras enklast schematiskt med hjälp av diagram 2:14.



Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

Diagram 2:14. Den genomsnittliga styrräntan har fallit



En konsekvens av det låga ränteläget är att den nivå då centralbankernas styrräntor är ”neutrala” – det vill säga varken expansiva eller åtstramande – har sjunkit med tiden. I diagram 2:14 representeras den neutrala styrräntan av den streckade linjen.

När centralbanker bedriver penningpolitik via styrräntan så ändrar de den på det sätt som beskrivs av den heldragna linjen. En ränta som är lägre än den neutrala stimulerar efterfrågan och inflationen, medan en ränta som är högre än den neutrala har den motsatta effekten. När den neutrala räntan är mycket låg kan centralbankens styrränta behöva vara negativ för att få en tillräckligt expansiv effekt. Att Riksbankens reporänta varit negativ beror således dels på att det allmänna ränteläget

⁷ En bidragande orsak till att de nominella räntorna i världen fallit och i dag är lägre än för ett antal decennier sedan är att inflationen fallit på grund av exempelvis introduktionen av inflationsmålpolitiken. I den nominella räntan ingår ju kompensering för inflationen.

är mycket lågt, dels på att Riksbanken behövt föra en mycket expansiv politik för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet.

Den negativa reporäntan har haft expansiv effekt

Eftersom en negativ reporänta inte hade använts tidigare i Sverige behövde beslutet att införa en sådan bygga på en noggrann analys.⁸ En del av underlaget publicerades under hösten 2015 i form av en Ekonomisk kommentar.⁹ Där analyserades bland annat om en negativ reporänta kunde förväntas ha mindre effekt på andra räntor i ekonomin än en positiv. I syfte att prova sig fram i denna nya miljö sänkte Riksbanken reporäntan i mindre steg än vanligt.

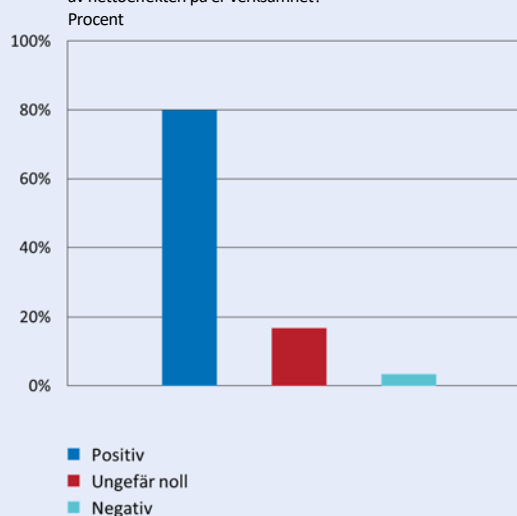
En farhåga som en del lyft fram var att sänkningar i det negativa området inte skulle vara verkningsfulla, utan kanske till och med kontraproduktiva.¹⁰ En empirisk studie som Riksbanken gjort visar dock att den negativa reporäntan har haft ett starkt och omedelbart genomslag på svenska penningmarknadsräntor och utlåningsräntor till företag, även om genomslaget på utlåningsräntor till hushåll varit svagare och långsammare.¹¹ I studien görs bedömningen att de flesta av de kanaler genom vilka penningpolitiken verkar, exempelvis marknadsräntorna och växelkursen, har fungerat ungefär som vanligt även vid negativ ränta. Slutsatsen är att den negativa reporäntan bidragit till att göra penningpolitiken mer expansiv, även om kanalen som verkar via banklån till hushållen kan ha varit mer dämpad än normalt. Det framhålls dock också att det inte går att utesluta att genomslaget gradvis skulle försvagas om reporäntan skulle sänkas lägre än –0,5 procent.

En annan typ av information kommer från Riksbankens företagsundersökning. I november 2019 fick företagen frågan hur ränteläget de senaste fem åren har påverkat företagets verksamhet.¹² Under denna tid har reporäntan nästan uteslutande varit negativ.

Fyra av fem företag bedömde att det låga ränteläget hade haft en positiv nettoeffekt på deras verksamhet, främst genom att de låga räntorna hade bidragit till att hålla den allmänna efterfrågan i ekonomin uppe (se diagram 2:14). En knapp femtedel ansåg att effekten varit ungefär noll, medan en liten andel ansåg att det låga ränteläget haft en negativ effekt på verksamheten.

Diagram 2:15. Fråga i Riksbankens företagsundersökning

Om det låga ränteläget under de senaste fem åren: Vad är er bedömning av nettoeffekten på er verksamhet?



Anm. Viktad andel företag som valt respektive svarsalternativ.

Källa: Riksbankens företagsundersökning

Internationella erfarenheter ger liknande bild

Centralbanker i flera andra ekonomier har också infört negativ styrränta, till exempel i Danmark, Schweiz, Japan och inom euroområdet. En rapport från the Committee on the Global Financial System (CGFS) vid Bank for International Settlements (BIS) har samlat centralbankernas erfarenheter av okonventionell penningpolitik.¹³ En övergripande slutsats är att den negativa styrräntan har varit verkningsfull. Man konstaterar också, på samma sätt som varit fallet i Sverige, att den penningpolitiska transmissionen har fungerat ungefär som normalt, med undantag för att inlåningsräntorna till hushåll i många fall inte sjunkit under noll.¹⁴

Altavilla med flera har studerat hur negativa styrräntor påverkar banker och företag i euroområdet.¹⁵ De finner att så länge bankerna är sunda och välfungerande stimulerar en negativ styrränta den ekonomiska aktiviteten.¹⁶ Brunnermeier och Koby, som också studerar euroområdet, försöker skatta vid vilken styrränta som ytterligare räntesänkningar inte längre stimulerar

⁸ Negativ styrränta hade strax innan införts i euroområdet, Danmark och Schweiz. Redan från juli 2009 var bankernas inlåningsränta i Riksbanken, den nedre gränsen i räntekorridoren, negativ under en period då Riksbanken sänkte reporäntan till 0,25 procent. Det var dock först i februari 2015 som reporäntan sänktes under noll.

⁹ J. Alsterlind, H. Armelius, D. Forsman, B. Jönsson och A.-L. Wretman, "Hur långt kan reporäntan sänkas?", Ekonomiska kommentarer, nr. 11, Sveriges riksbank, 2015.

¹⁰ Se till exempel G.B. Eggertsson, R. E. Juelsrud, L. H. Summers och E. Gezt Wold, "Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel", NBER Working Paper No. 25416, January 2019. De konstruerar en modell som de kalibrerar med svenska data. De menar att en reporänta på –0,50 inte längre sänker utlåningsräntan utan ökar den.

¹¹ H. Erikson och D. Vestin, "Pass-through at Mildly Negative Policy Rates: The Swedish Case", Staff Memo January 2019, Sveriges riksbank.

¹² Riksbankens Företagsundersökning November 2019.

¹³ "Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis", CGFS Papers No. 63, October 2019, Bank for International Settlements. Med okonventionell penningpolitik avses förutom negativ styrränta exempelvis köp av olika tillgångar och så kallad "forward guidance".

¹⁴ Se även "Negative Interest Rate Policies—Initial Experiences and Assessments", IMF Policy Paper, August 2017, International Monetary Fund för en tidigare genomgång av den internationella erfarenheterna.

¹⁵ C. Altavilla, L. Burlon, M. Gianetti och S. Holton, "Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms", ECB Working Paper Series No. 2289, 2019.

¹⁶ Se även M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem och J. Yianguo, "A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20", ECB Working Paper Series, No. 2346, december 2019, för en genomgång av euroområdets erfarenheter av okonventionell penningpolitik i stort.

utlåningen utan istället verkar åtstramande. De finner att den ligger på ungefär -1 procent.¹⁷

Sammantaget visar de praktiska erfarenheterna hittills både från Sverige och från andra länder att penningpolitiken fungerar även när styrräntan är negativ, i varje fall på de hittills relativt måttligt negativa nivåerna.

Sidoeffekter – av negativ ränta eller låg ränta?

Riksbankens analys från 2015 betonade också att en negativ ränta kan ha oönskade sidoeffekter. Här är det viktigt att skilja på effekter av att reporäntan är *låg* och penningpolitiken överlag expansiv respektive att reporäntan är sänkt till en negativ nivå. En negativ styrränta är givetvis en särskilt låg ränta, men det finns ändå skäl att göra en principiell åtskillnad. I den mån exempelvis försvagningen av kronan under de senaste åren beror på penningpolitiken handlar det om att politiken har varit expansiv, snarare än om att reporäntan varit negativ *per se*. Att växelkursen upplevts som alltför svag är således inte ett argument mot just *negativ* styrränta.

Negativ reporänta har inte lett till stora kontantuttag

En sidoeffekt som specifikt handlar om negativ ränta är att om inlåningsräntorna blir tillräckligt negativa för stora grupper, framför allt hushållen, så kan dessa komma att ta ut sina besparingar från bankerna och istället hålla dem i kontanter. Skälet är att avkastningen på kontanter är noll och således högre än den negativa räntan på inlåningen. Om en sådan situation skulle uppstå innebär det att centralbanken inte längre kan använda styrräntan för att stimulera efterfrågan.

Stora uttag av kontanter kan också leda till en likviditetsrisk för bankerna i och med att delar av deras finansiering försvinner och måste ersättas med marknadsfinansiering. Om utflödena blir stora eller mycket hastiga kan detta bli svårt för bankerna att hantera.

Men under perioden med negativ reporänta hade hushållen i Sverige inte negativ ränta på sin bankinlåning. Problemet med omfattande kontantuttag uppstod därmed inte. Det är möjligt att risken för detta är mindre i Sverige än i många andra länder. Eftersom vi i Sverige i stor utsträckning har övergått från kontanter till andra betalningssätt som betalkort och Swish upplevs sannolikt kostnaden för att hålla kontanter som högre. Det är därför tänkbart att svenska hushåll skulle avvakta längre med att reagera på negativ inlåningsränta än hushållen i många andra länder. Det är också värt att notera att företag och

kommuner har haft negativ inlåningsränta hos bankerna, men ändå inte tagit ut stora mängder kontanter.

... eller försvagade banker

En annan effekt som specifikt rör negativ ränta är att om bankerna väljer att *inte* låta inlåningsräntorna gå under noll, så minskar deras lönsamhet. Detta beror på att deras ränteintäkter minskar när ränteläget sjunker medan kostnaden för finansieringen via inlåning inte sjunker i samma utsträckning. Problemet med minskad lönsamhet är bland annat att det begränsar bankernas motståndskraft mot framtida förluster och därigenom kan bidra till finansiell instabilitet, och att deras kreditgivning kan komma att minska. De svenska storbankerna har dock haft god lönsamhet under hela perioden med negativ reporänta. Ett skäl har varit den höga efterfrågan på bolån, som har genererat betydande vinster.

Även i rapporten från CGFS vid BIS om de internationella erfarenheterna dras slutsatsen att den här typen av sidoeffekter hittills har varit hanterbara. Där framgår att bankernas bolånemarginaler har sjunkit, men det hänger samman med det låga ränteläget och inte specifikt med negativa räntor. Det har inte skett någon omfattande hamstring av kontanter internationellt, vilket i sin tur hänger samman med att inlåningsräntorna inte sjunkit under noll för särskilt många grupper.

Längre period med negativ ränta kan ändra incitamenten

Det ska poängteras att erfarenheterna både när det gäller hushållens inlåningsräntor och bankernas lönsamhet förstås avser perioden hittills med negativ ränta. I en hypotetisk situation där räntan skulle vara negativ under en längre period, eller vara betydligt mer negativ, är det möjligt att förutsättningarna och incitamenten skulle ändras. Exempelvis har flera banker i Danmark och Tyskland nu infört negativa inlåningsräntor för hushåll. Vad gäller Sverige måste man också tänka på att konkurrensen på den svenska bolånemarknaden har ökat de senaste åren i och med att fler aktörer har trätt in.¹⁸ Detta skulle kunna medföra att bankernas lönsamhet minskar framöver, vilket i sin tur skulle kunna påverka deras incitament att låta hushållens inlåningsräntor bli negativa.

Negativ ränta kan uppfattas som onaturligt

Ett annat möjligt problem med en negativ ränta är att den kan upplevas som onaturlig och svår att förhålla sig till. Det handlar till en del om att negativ ränta uppfattas som onormalt i det goda konjunkturläget som varit. Men det

¹⁷ M.K. Brunnermeier och Y. Koby, "The Reversal Interest Rate", NBER Working Paper 25406, december 2018. Mekanismen är i korthet att bankerna upphör att låna ut av omsorg om sin egen ekonomiska situation.

¹⁸ Se N. Engström, "Nya utmanare på bolånemarknaden – ökad konkurrens och möjlig räntepress", Ekonomiska kommentarer nr. 1 2020, Sveriges riksbank.

tycks också finnas en mer grundläggande skepsis till negativ ränta.

Negativ nominell ränta är historiskt sett ett nytt fenomen och det är inte särskilt anmärkningsvärt att det uppfattas som onormalt. Däremot har det inte varit ovanligt att den *reala* avkastningen på exempelvis bankkonton, det vill säga avkastningen justerad för inflationen, periodvis har varit negativ, även när den nominella räntan varit positiv. Eftersom det är den reala avkastningen som bestämmer människors köpkraft och det vanligtvis är köpkraften man bekymrar sig om kan synen att negativ nominell ränta är mer speciellt än negativ real ränta i viss mån ses som ett exempel på så kallad "penningillusion".¹⁹

Ett tecken på att negativ ränta upplevs som onaturligt är att det i Riksbankens företagsundersökning ofta förs fram argument som går ut på att negativ ränta av olika anledningar "känns intuitivt fel", trots att de ekonomiska effekterna sammantaget alltså anses vara positiva. Det är möjligt att de främsta komplikationerna med negativ ränta inte handlar så mycket om rent ekonomiska aspekter, utan mer om vad som enligt samhälleliga konventioner är gångbart och möjligt att skapa förståelse för.

... men kan komma att bli vanligare

Det reala ränteläget i världen kommer förmodligen att fortsätta att vara lågt under överskådlig tid. Därför är det möjligt att styrräntor under noll kommer att bli relativt vanliga under kommande decennier. Det kan därmed inte uteslutas att de ekonomiska aktörernas syn på vad som är normalt också gradvis kan komma att förändras.

Det centrala här är att även om aktörerna skulle börja se det som mer normalt att nominella räntor då och då är negativa så är det problematiskt om de börjar uppfatta en *inflation* väsentligt under 2 procent som något normalt. Om så skulle bli fallet och inflationen och inflationsförväntningarna fastnar på en mycket låg nivå kommer penningpolitiken att bli mindre effektiv och styrräntan negativ oftare.

Sidoeffekter av *expansiv politik* oundvikliga

Andra möjliga sidoeffekter handlar i grunden om att penningpolitiken varit expansiv snarare än om att reporäntan varit just negativ. Exempelvis har hushållens skulder ökat och många tillgångspriser har stigit, vilket kan ha lett till att förmögenhetsklyftorna blivit större.

Att en expansiv penningpolitik har effekter på tillgångspriser och skulder är en del av penningpolitikens transmissionsmekanism, på ungefär samma sätt som

penningpolitiken påverkar kronans kurs via växelkurskanalen.

När det gäller fördelningseffekter måste man naturligtvis också beakta de positiva effekterna av att en expansiv penningpolitik bidrar till högre sysselsättning och att exempelvis högre aktiepriser kommer många till del via ett utbrett sparande till pensioner och i fonder.

Man kan givetvis göra bedömningen att de negativa effekterna varit så stora att Riksbanken inte borde ha bedrivit en så expansiv politik som den gjort. I praktiken innebär detta i så fall att Riksbanken inte borde ha försökt upprätthålla förtroendet för inflationsmålet utan istället fokuserat på andra faktorer som inte är lagstadgade mål för penningpolitiken.²⁰

Starkt politiskt stöd för inflationsmålet

Som konstateras i kapitel 4 finns ett brett politiskt stöd för att Riksbankens huvuduppgift ska vara att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet på 2 procent. Det finns också goda ekonomiska skäl till att Riksbanken har denna uppgift. Riksbanken skiljer inte heller ut sig i det avseendet utan har i stort sett samma ramverk som alla andra centralbanker i länder med rörlig växelkurs.

I den ekonomisk-politiska rollfördelning som vi har beslutat om i Sverige är detta den uppgift Riksbanken har tilldelats. Finansinspektionen har fått ansvaret för makrotillsynen och ska bland annat motverka att alltför stora skulder byggs upp hos hushållen. Inkomst- och förmögenhetsfördelningen i samhället ligger inom regeringens ansvarsområde.

Låga realräntor viktig förklaring till höga skulder och bostadspriser

Som konstaterats ovan har det allmänna ränteläget fallit i världen. Det har också haft andra effekter än att centralbankernas styrräntor i ett neutralt läge har behövt följa med nedåt, som i diagram 2:14. Exempelvis är det en förklaring till att bostadspriserna och hushållens skulder i många länder, däribland Sverige, har stigit parallellt och nästan oavbrutet i mer än tjugo års tid (se diagram 2:16). Under den tiden har penningpolitiken varit både expansiv och åtstramande, det vill säga i termer av diagram 2:14 har reporäntan varit både nedanför och ovanför det neutrala läget.

Den expansiva penningpolitiken de senaste åren har bidragit till att pressa upp tillgångspriser och skulder ytterligare. Men den trendmässigt fallande realräntan i kombination med strukturella problem på bostadsmarknaden är sannolikt en viktigare faktor bakom att bostadspriser och skulder befinner sig på den nivå de

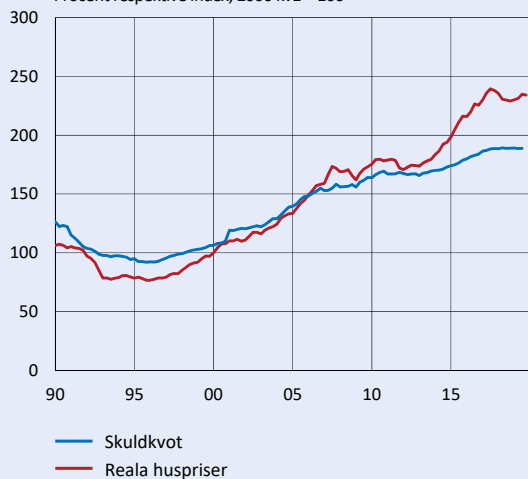
¹⁹ Penningillusion innebär en benägenhet att tänka i nominella termer i stället för reala och därmed bortse från att inflationen påverkar köpkraften.

²⁰ Alternativt kan man ha hypotesen att förtroendet skulle ha kunnat upprätthållas även om politiken inte hade varit så expansiv som den varit. Detta är givetvis svårt både att förkasta och att

styrka rent formellt. Men med tanke på att inflationen i början på 2015 var under 1 procent och de långsiktiga inflationsförväntningarna rekordlåga, och att den politik som bedrivits har haft effekt, är det dock rimligt att anta att det hade varit svårt att upprätthålla förtroendet för målet med en mindre expansiv politik.

gör idag. Utvecklingen på bostadsmarknaden har dock varit lugnare sedan 2017 och även uppgången i hushållens skulder har bromsat in de senaste åren, just därför att strukturella faktorer har ändrats medan penningpolitiken har fortsatt att vara expansiv.

Diagram 2:16. Hushållens skuldkvot och reala huspriser
Procent respektive index, 2000 kv1 = 100



Anm. Skuldkvoten avser skuldernas andel av hushållens årliga disponibla inkomster.
Reala huspriser avser fastighetsprisindex (småhus) deflaterade med KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

Sammanfattning

Riksbankens bedömning är att den negativa räntan har haft en expansiv effekt och bidragit till att inflationen legat nära målet de senaste åren. De potentiella problem som specifikt rör *negativ* ränta – omfattande kontantuttag och försvagade banker – har inte uppstått. Internationella erfarenheter talar också för att negativ ränta är en verkningsfull åtgärd.

Att reporäntan höjdes till noll berodde inte på att erfarenheterna av en lägre ränta var dåliga, utan på att Riksbanken bedömde att reporäntan inte längre behövde vara negativ. Att sänka reporäntan under noll är en penningpolitisk åtgärd som kan bli aktuell även i framtiden.