

Den negativa räntan har hittills fått ett i stort sett normalt genomslag i svensk ekonomi. Men hur långt kan man sänka styrräntan innan genomslaget minskar? Den nedre gränsen beror på hur kostsamt det är att hantera kontanter. Innan man når denna gräns är det dock troligt att det uppstår friktioner som minskar genomslaget av att sänka reporäntan ytterligare. Dessutom ökar riskerna för det finansiella systemet ju lägre räntan blir. En viktig men svårbedömd faktor är också om negativa styrräntor ändrar beteendet hos hushåll och företag.

Hur långt kan reporäntan sänkas?

Jan Alsterlind, Hanna Armelius, David Forsman, Björn Jönsson och Anna-Lena Wretman¹

Författarna är verksamma vid Riksbankens avdelning för penningpolitik, avdelningen för finansiell stabilitet och avdelningen för betalningssystem och kontanter

Sedan februari i år är reporäntan negativ. Inom ekonomisk teori har man oftast antagit att räntan inte går att sänka under noll, eftersom det finns kontanter som ger noll i avkastning. Den senaste tidens erfarenheter med negativa räntor visar dock att den nedre gränsen inte går vid noll. Det beror på att det finns kostnader för att hålla kontanter. I Sverige tycks genomslaget av den negativa reporäntan hittills ha varit i stort detsamma som då reporäntan är positiv. Men ju mer negativ reporäntan blir desto mindre borde genomslaget ut till andra räntor (och tillgångspriser) i ekonomin bli. Var den effektiva nedre gränsen finns kommer därför att bero på hur kostsamt det är att hantera kontanter och hur mycket det penningpolitiska genomslaget minskar vid olika räntenivåer. Dessutom ökar riskerna för det finansiella systemet ju lägre räntan blir.

I denna ekonomiska kommentar diskuterar vi erfarenheterna av negativa räntor i Sverige och även de problem som kan uppstå som gör att det finns en gräns för hur långt ner reporäntan kan sänkas. Man måste också komma ihåg att Riksbanken inte bara sänkt reporäntan utan även köpt statsobligationer i syfte att göra penningpolitiken mer expansiv. I realiteten är det därför svårt att särskilja de effekter som uppstår som en följd av en negativ styrränta från de effekter som uppkommer via köp av statsobligationer.

Normalt genomslag av den negativa styrräntan hittills

Enligt ekonomisk teori styr räntan sparandet i en ekonomi. Riksbanken styr den nominella räntan men om det är förmånligt att spara jämfört med att konsumera beror egentligen på den inflationsjusterade avkastningen, det vill säga den reala räntan. Den reala räntan kan periodvis vara negativ, exempelvis då en centralbank bedriver en särskilt expansiv penningpolitik.² En centralbank kan normalt uppnå en negativ real styrränta genom att sänka den nominella styrräntan under inflationstakten. När inflationen är låg kan detta vara problematiskt, och detta kan kräva att den nominella styrräntan blir negativ under en period.

I enkla teoretiska modeller över ekonomin brukar dock den nominella räntan inte kunna vara negativ, eftersom hushåll och företag då hellre väljer att hålla kontanter eftersom dessa inte har negativ avkastning.³ Om bankerna tar ut negativa räntor på exempelvis lönekonton kan man undvika den "avgift" man annars hade fått på bankkontot genom att i stället ta ut sin lön i kontanter (som alltså har en garanterad nominell avkastning på noll).

I praktiken finns det dock kostnader och en del tekniska svårigheter förknippade med att bara använda kontanter. Exempelvis måste kontanter förvaras på ett säkert sätt, vilket kostar. Vissa kan också uppleva det som krångligt att behöva betala räkningarna genom att gå till banken, istället för att sköta betalningarna hemma elektroniskt.

1. Författarna tackar Karl Walentin och Andreas Westermark för värdefulla synpunkter.

2. När centralbanken sänker den nominella räntan, och eftersom prisförändringar är trögröriga, så sjunker den reala räntan. Det är inte ovanligt att den reala räntan hamnar i det negativa territoriet vilket gör det särskilt ofördelaktigt att spara jämfört med att konsumera. Detta ökar efterfrågan i en ekonomi och inflationstakten tenderar så småningom att stiga. (I en liten öppen ekonomi tillkommer dessutom att priset på importerade varor tenderar att öka, vilket i sig direkt bidrar till en högre inflationstakt).

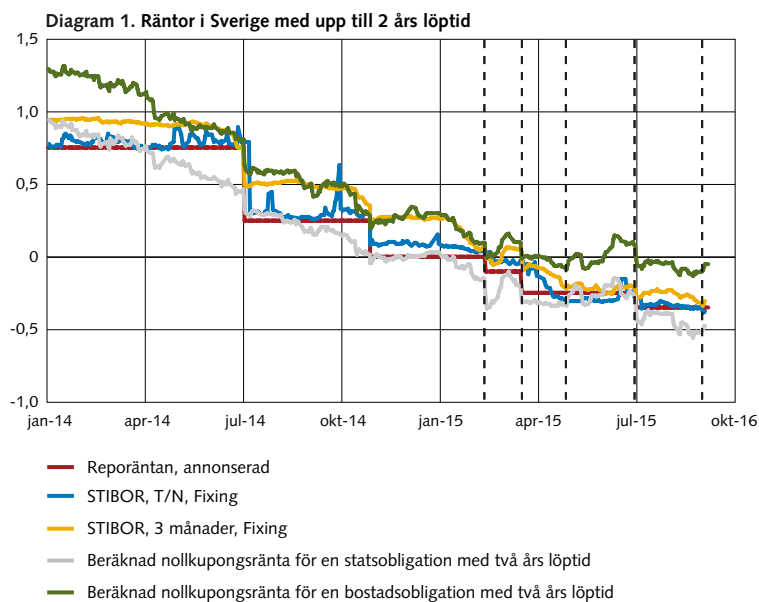
3. Se exempelvis Söderström och Westermark (2009).

Det är ju inte heller kostnadsfritt att betala räkningarna kontant över disk. Till detta kommer att många bankkontor är kontantlösa. Med andra ord finns det alltså både kostnader och en hel del tekniska och praktiska svårigheter förknippade med att, exempelvis, betala räkningar kontant.

Eftersom kontanter i praktiken inte är något problemfritt alternativ till ett bankkonto, så öppnar detta dörren för att nominella räntor, exempelvis en centralbanks styrränta, kan vara negativa. Det är då mer en praktisk fråga hur pass negativ styrräntan kan vara. Ju mer negativ den är, desto mindre restriktion utgör kostnaden för att hantera kontanter.⁴ Förr eller senare kommer företag och hushåll helt att övergå till att använda kontanter och då kan centralbankens räntesänkningar bli verkningslösa.

Negativa styrräntor har hittills varit ovanliga, men under våren har Riksbanken sänkt reporäntan under noll och i flera steg fortsatt nedåt, senast till -0,35 procent. Det är dock inte bara Sverige som har negativa räntor; Danmarks Nationalbank införde en negativ styrränta (certifikaträntan) för första gången redan i juli 2012.⁵ Även den schweiziska centralbanken har sänkt sin styrränta, till -0,75 procent, i samband med att växelkursgolvet mot euron övergavs i början av året. Men det är inte nödvändigtvis så att bankernas inlåningsräntor därmed blir negativa. Redan vid låga räntenivåer så betalar många bankkunder i praktiken för förmånen att ha ett lönekonto via kortavgifter och andra avgifter till banken. Däremot kan det vara svårt för många att förlika sig med tanken att "betala för att spara". Man kan därför inte utesluta att kontantuttagen kan öka även vid svagt negativa räntor, trots att det som sagt finns en kostnad förknippad med att hålla kontanter. När en centralbank inför negativa räntor så ökar självklart fokus på hur kontantuttagen växer. Hittills visar dock erfarenheterna från både Danmark, Schweiz och Sverige att användningen av kontanter inte ökat i någon större utsträckning.

Perioden har varit kort, men hittills har genomslaget av den negativa reporäntan ut till andra kortare räntor i Sverige varit i stort sett normalt. Flertalet kortare marknadsräntor har följt reporäntan under noll, ungefär som förväntat, vilket visas i diagram 1. Samtidigt har Riksbanken även köpt statsobligationer i ett penningpolitiskt syfte. I praktiken kan det därför vara svårt att avgöra om marknadsräntorna blivit negativa som en följd av reporäntan eller om Riksbankens köp av statsobligationer också har påverkat.

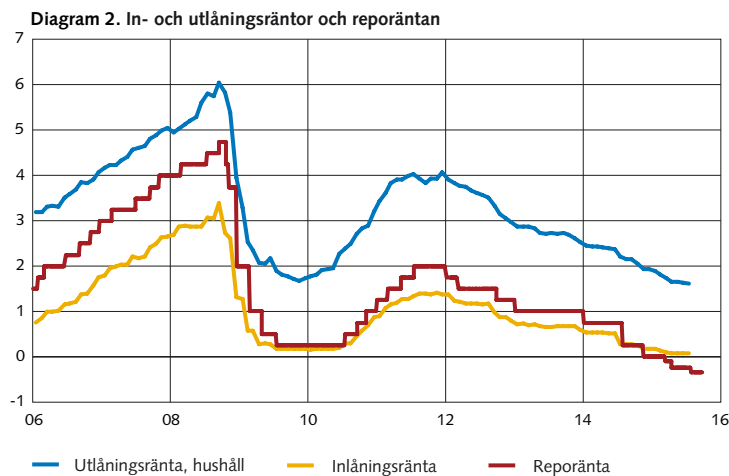


Källa: Riksbanken

4. Till exempel skulle förmodligen få ha pengar på ett bankkonto om räntan var -500 procent.

5. Den förblev negativ till och med april 2014 och sedan september 2014 är den danska styrräntan återigen negativ, på -0,75 procent.

Vi har däremot sett att inlåningsräntorna, generellt sett, inte följt med reporäntan till negativa territorier. Bankerna har alltså valt att inte ta ut negativa räntor på sina kunders insättningskonton. I Diagram 2 visas in- och utlåningsräntor till hushåll i Sverige. Vi ser att samtidigt som inlåningsräntorna stannat vid noll har utlåningsräntorna fortsatt att falla i takt med reporäntan.⁶



Källa: Riksbanken

Faktorer som påverkar penningpolitikens genomslag när styrräntan blir mycket negativ

När en centralbank ändrar styrräntan är det ju inte själva styrräntan som påverkar ekonomin, utan snarare de effekter ändringen får på de allmänna finansiella förhållandena. Exempelvis verkar penningpolitiken genom att sänka både in- och utlåningsräntorna till hushåll och företag. När styrräntan blir tillräckligt negativ finns det anledning att tro att genomslaget ut i ekonomin försvagas eftersom det verkar som att bankerna väljer att inte ta ut negativa räntor på sina kunders inlåningskonton. Så länge marknadsräntorna och utlåningsräntorna fortsätter att falla blir genomslaget i stort sett normalt. På sikt är en sådan utveckling dock inte hållbar för bankerna. Om utlåningsräntorna fortsätter att sjunka i takt med sänkningar av styrräntan under noll sätts bankernas lönsamhet förr eller senare under press. Det är då möjligt att bankerna börjar kompensera sig genom att inte sänka utlåningsräntorna lika mycket som reporäntan sänks, vilket minskar genomslaget av styrräntan. I förlängningen slutar förmodligen även utlåningsräntorna att falla och detta skulle minska penningpolitikens faktiska genomslag ytterligare. Bankerna kan dock få svårt att låna ut till kunderna när utlåningsräntorna ligger still, samtidigt som marknadsräntorna fortsätter att sjunka i takt med reporäntan. Kunderna kan då välja andra finansieringssätt. Men när lönsamheten pressats tillräckligt mycket, då kan man inte utesluta att bankerna låter både in och utlåningsräntorna följa med under noll och att deras lönsamhet således börjar återställas. Vid det laget har dock sannolikt den praktiska gränsen passerats för när kontanter på allvar börjar bli ett alternativ till att hålla pengarna på bankkonton, och därmed blir ytterligare sänkningar av reporäntan i praktiken verkningslösa.⁷

Friktioner och kostnader på finansiella marknader som uppstår när styrräntan blir negativ

Innan kontanter blir mer attraktiva vid transaktioner än ett bankkort, och innan förändringarna mellan in- och utlåningsräntor påtagligt försvagar transmissionsmekanismen kan det uppstå andra, mindre, friktioner på de finansiella marknaderna. Dessa störningar kanske inte var och en för sig motverkar penningpolitikens effektivitet, men det kan inte uteslutas att penningpolitikens effektivitet kan minska när flera friktioner samverkar.

6. Vissa större företag möter dock negativa inlåningsräntor.

7. Växelkurskanalen och många andra kanaler borde dock fortsätta fungera ungefär som normalt.








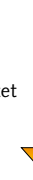
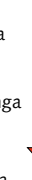


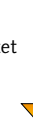
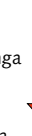






Många lagar och regler har underförstått antagit att räntor inte kan vara negativa. I en hel del finansiella kontrakt är också räntan uttryckt som ett påslag på någon referensränta som ofta ligger nära reporäntan. Ett exempel är obligationer med en rörlig kupong (så kallade floating rate notes/bonds). En kupong innebär normalt att emittenten av en obligation med periodvisa mellanrum betalar köparen en viss summa under obligationens löptid. När denna kupongränta är rörlig kan den bli negativ om en centralbank sänker styrräntan under noll. Rent tekniskt kan det då bli så att köparen av obligationen i stället behöver göra kupongbetalningar till emittenten. När reporäntan blev negativ skapade det här till en början en oklar juridisk situation. Även om just juridiken kring obligationer med rörliga kuponger ser ut att ha hittat en lösning så kan andra problem uppstå vad det gäller prisbildning vid negativa räntor. Ett annat problem förknippat med negativa räntor är att banker, andra finansiella aktörer och icke-finansiella företag kan ha IT-system med begränsade möjligheter att hantera negativa räntor. Ofta kan dock sådana begränsningar hanteras med manuella rutiner.

Utöver att det kan vara svårt att förlika sig med tanken att "betala för att spara" så kan negativa styrräntor även leda till andra beteendeförändringar, som ett ökat risktagande. Eftersom negativa räntor trots allt är ett relativt nytt fenomen vet vi dock fortfarande väldigt lite om detta. Man kan inte utesluta att många upplever något som brukar kallas för förlustaversion, det vill säga att man ogillar förluster betydligt mer än man gillar vinster. Inom beteendekonometri finns studier som visar att folk är beredda att placera i mer riskfyllda tillgångar för att undvika en nästan säker förlust.⁸

Det finns en gräns för hur negativ reporäntan kan bli

Sammanfattningsvis finns alltså en rad olika aspekter som påverkar hur negativ reporäntan kan bli. I tabell 1 nedan sammanfattas några av de viktigare beståndsdelarna i analysen av reporäntans nedre gräns.

Tabell 1. Schematisk bild av effekter som uppstår när reporäntan blir negativ

FRIKTIONER				RISKER	
Sänkning av reporänta till	Inlåningsränta (hushåll)	Utlåningsränta	Räntekanalerna	Kontanter lönar sig	Tillkommande stabilitetsrisker vid olika reporäntnivåer
Svagt negativ 	Följer inte 	Följer 	OK 	Nej 	Överdrivet risktagande 
		Följer ej helt 	Svag 	Vissa 	FRN, omallokering från bankinlåning 
		Följer inte 	Mycket svag 	Många 	
Mycket negativ 	Följer 	Följer 	Svag 	De flesta 	Likviditetsrisker banker 

I tabellen visar pilen längst till vänster hur reporäntan blir mer och mer negativ. Färgen på de övriga pilarna visar bedömningen av hur de olika aspekterna påverkas vid olika räntnivåer, där grönt betyder ett normalt mönster medan rött indikerar att stora risker eller friktioner väntas uppstå. Som diskuterats ovan väntas ytterligare räntesänkningar minska det penningpolitiska genomslaget via räntekanalerna på grund av att bankerna då ökar marginalen på utlåningsräntorna. Vid någon punkt uppstår en situation då utlåningsräntorna inte påverkas alls av ytterligare räntesänkningar. Till slut skulle bankerna förmodligen välja att ta ut negativa räntor även på insättningskonton, vilket innebär att de även kan sänka utlåningsräntorna så att den kanalen "fungerar" igen. I kolumnen till höger kan man dock se att vid dessa nivåer på reporäntan lönar det sig för de flesta att ta ut kontanter och att riskerna för det finansiella systemet bedöms bli mycket stora, främst ifall uttagen sker i en snabb takt. Hur långt det går att sänka reporäntan blir därför en bedömningsfråga där ökade risker och minskat genomslag via räntekanalerna blir faktorer som får vägas in.

8. Kahneman och Tversky (1979), och Tversky och Kahneman (1992). Se även Engström, m.fl. (2015).

Blir det vanligare med negativa styrräntor i framtiden?

Som framgått är det främsta praktiska hindret mot negativa räntor att kontanter förr eller senare utgör ett alternativ till att ha pengarna på banken. Det finns dock inom den akademiska världen ekonomer som har teorier om hur detta kan hanteras. Till exempel föreslår Rogoff (2014) att kontanter borde fasas ut, först stora sedlar och sedan även mindre valörer. Ett annat förslag är att ta ut en skatt på pengar, en så kallad "Gesell tax" efter ekonomen Silvio Gesell (1949). Förslaget har sedan utvecklats av bland annat Goodfriend (2000) och Buiters och Panigirtzoglou (2003). Ett annat exempel beskrivs av Kimball.⁹ I grund och botten går dessa metoder ut på att likställa kontanter med elektroniska bankmedel genom att införa en slags växelkurs mellan de båda betalningsmedlen. I praktiken upphör då kontanter att vara ett separat betalningsmedel (då de likställs med bankmedel). I ett system utan kontanter kan man i praktiken sätta negativa räntor utan några problem. Då kan man inte utesluta att nominella räntor periodvis, som en del av en expansiv penningpolitik, skulle kunna bli mycket negativa. Hur dessa mer teoretiska resonemang kan omsättas i praktiken är dock en öppen fråga.

Referenser

- Buiter, W. H. och Panigirtzoglou, N. (2003)., "Overcoming the zero bound on nominal interest rates with negative interest on currency: Gesell's solution". *The Economic Journal*, 113.
- Engström, P., Nordblom, K., Ohlsson, H. och Persson, A. (2015)., "Tax compliance and loss aversion", *American Economic Journal – Economic Policy* (kommande).
- Gesell, S. (1949). "*Die Natuerliche Wirtschaftsordnung*", Rudolf Zitzman Verlag, available in English as "*The Natural Economic Order*", London: Peter Owen Ltd, 1958.
- Goodfriend, M. (2000)., "Overcoming the zero bound on interest rate policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32.
- Kahneman, D. och Tversky, A. (1979)., "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica*.
- Rogoff, K. S. (2014)., "Costs and benefits to phasing out paper currency". NBER Working Paper No 20126.
- Söderström, U. och Westermarck, A. (2009) "Penningpolitik när styrräntan är noll". *Penning och valutapolitik*, nr 2.
- Tversky, A. and Kahneman, D. (1992)., "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty". *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4).

9. Se <http://blog.supplysideliberal.com/tagged/money>.