

När reporäntan sedan hösten 2008 snabbt närmat sig noll har frågan om hur lågt reporäntan kan sänkas aktualiserats. Trots att det ekonomiska läget har krävt en mycket expansiv penningpolitik kan det finnas förhållanden som begränsar hur lågt reporäntan kunnat sänkas. Denna kommentar tar upp frågor som en centralbank behöver beakta då styrräntan närmar sig mycket låga nivåer. Genomgången visar att den nuvarande reporäntan på 0,25 procent inte påverkat de finansiella marknadernas funktionssätt på ett sätt som skulle kunnat urholka penningpolitikens effekt.

Reporäntans nedre gräns

Meredith Beechey och Heidi Elmér

Författarna är verksamma på avdelningen för penningpolitik.

Det senaste året har Riksbanken sänkt reporäntan kraftigt. Den kraftiga konjunkturunedgång som följt på den finansiella krisen har motiverat en expansiv penningpolitik. När reporäntan snabbt närmat sig noll har frågan om hur lågt reporäntan kan sänkas aktualiserats.

Sedan juli 2009 har Riksbankens reporänta varit 0,25 procent – en ovanligt låg nivå i ett historiskt perspektiv. Även andra centralbanker har sänkt sina styrräntor kraftigt och några har gjort uttalanden om att styrräntan förmodligen nått sin bottennivå. Argumenten bakom dessa bedömningar varierar liksom slutsatserna om var golvet för styrräntan i praktiken befinner sig. I normala fall är ränteförändringar inte förknippade med några särskilda kostnader. Men vid väldigt låga räntor uppstår frågor som behöver beaktas i samband med penningpolitiska beslut.

I denna ekonomiska kommentar tar vi upp olika frågor som en centralbank behöver beakta när den utreder styrräntans nedre gräns. Det är framför allt två aspekter som är centrala: vikten av att upprätthålla effektiviteten i den penningpolitiska transmissionsmekanismen samt vikten av väl fungerande finansiella marknader. Vi kommer att belysa några områden där en mycket låg reporänta även medför mycket låga eller negativa marknads- och bankräntor. Vi börjar med att undersöka om det finns några särskilda omständigheter vid mycket låg reporänta som skulle kunna orsaka potentiella problem eller kostnader. Sedan undersöker vi om de mycket låga räntenivåerna som nu råder har lett till några störningar på de svenska finansiella marknaderna. Vår genomgång visar att den nuvarande reporäntan på 0,25 procent inte påverkat de finansiella marknadernas funktionssätt på ett sätt som skulle kunnat urholka penningpolitikens effekt.

Var är den nedre gränsen för reporäntan?

Trots att det ekonomiska läget krävt en mycket expansiv penningpolitik kan det finnas förhållanden som begränsar hur lågt reporäntan kunnat sänkas. Hushåll och företag kan alltid välja mellan att placera sin förmögenhet på bankkonto, i diverse finansiella och reala tillgångar alternativt hålla den i kontanter. I den teoretiska litteraturen brukar man ofta anta att nominella räntor inte kan vara negativa. Argumentet bakom det antagandet är att sedlar och mynt inte erbjuder någon nominell avkastning eller ränta alls samtidigt som kontanter heller inte är förknippade med några kostnader. Detta gör det mer attraktivt att hålla kontanter om nominella räntor är negativa. Om de nominella räntorna är negativa kan hushåll och företag istället välja att ta ut sina pengar och förvara dem "i madrassen" till noll ränta.¹

I praktiken är dock madrassen inte ett realistiskt alternativ om det handlar om att förvara och hantera stora mängder kontanter. Kostnader för förvaring, säkerhet och hantering gör att allmänheten kan vara villig att acceptera en något negativ ränta eller en kontoavgift som motsvarar en negativ avkastning. Men det är mycket osäkert hur mycket hushåll och företag är villiga att betala för att slippa kontanthantering. Därför är det svårt att veta var smärtgränsen går innan allmänheten ändå börjar förvara och använda stora mängder kontanter. Sammantaget talar detta för att centralbanker antagligen betraktat en nominell ränta nära noll som en nedre gräns för

¹ För mer detaljerad diskussion om teorin se "Penningpolitik när styrräntan är noll" av Söderström, Ulf och Andreas Westermark i Penning- och valutapolitik (2009:2), Sveriges riksbank.

styrräntan. Denna restriktion behöver dock inte innebära att det är helt problemfritt att ha en styrränta som är exakt noll eller lägre. I praktiken behöver en centralbank som sänker sin styrränta till riktigt låga nivåer ta hänsyn till vissa omständigheter som man normalt sett inte behöver beakta.

Hur fungerar penningpolitiken och transmissionsmekanismen vid mycket låg styrränta?

Penningpolitiken påverkar ekonomin genom ett antal olika kanaler, som till exempel bank- och marknadsräntor, växelkursen och kreditgivning. Dessa kanaler utgör tillsammans det som vi brukar benämna den penningpolitiska transmissionsmekanismen.²

Styrräntan har en direkt påverkan på dagslåneräntan på interbankmarknaden, det vill säga den ränta till vilken bankerna lånar till och från varandra. Förändringar i dagslåneräntan fortplantar sig även till räntor med längre löptider på interbankmarknaden och till övriga penning- och obligationsmarknader samt till bankernas egna utlåningsräntor. När Riksbanken ändrar reporäntan sprider sig förändringen till räntor med andra löptider och kreditrisk samt slutligen till de räntor som hushåll och företag möter via finansiella institut. Penningpolitiken ändrar alltså det allmänna ränteläget och tillgången och kostnaden på krediter. Det påverkar i sin tur den ekonomiska aktiviteten och inflationen.

Hur stort genomslag en förändring av reporäntan får genom transmissionskanalerna beror på det rådande ekonomiska läget. Till en viss utsträckning har de normala kanalerna fortsatt att fungera under den finansiella krisen. Exempelvis har bankernas utlåningsräntor och långfristiga riskfria räntor (statsobligationsräntor) fallit och kronan försvagats i takt med att reporäntan och förväntningar om reporäntan sjunkit sedan hösten 2008. Samtidigt har riskpremierna (exempelvis skillnaden mellan räntor på stats- och företagsobligationer) ökat kraftigt. Denna ökning har delvis motverkat effekterna av lägre styrränta och lägre riskfria räntor. Att riskpremierna har stigit beror bland annat på den stora osäkerheten kring konjunkturen, ökad risk för konkurser, nedgradering av ratingbetyg samt att företagen haft sämre tillgång till finansiering.

Under krisen har investerare varit ytterst tveksamma till att placera i räntebärande värdepapper med kreditrisk. Det har lett till störningar i kreditgivningskanalen. Företagen har haft svårt att få finansiering via kapitalmarknaderna och ofta har de fått betala ett högre pris än före krisen. Utöver dessa störningar som har uppstått under finanskrisen finns det osäkerhet om den penningpolitiska transmissionsmekanismen skulle kunna påverkas av en väldigt låg reporäntenivå. Den önskade expansiva effekten av ytterligare reporäntesänkningar behöver vägas mot eventuella oönskade effekter av extremt låga räntor. Därför behöver en centralbank utreda om en mycket låg styrränta innebär risker eller kostnader för finansmarknader och ekonomin samt vid vilken nivå sådana risker och kostnader skulle kunna uppstå. Nedan tar vi upp exempel på potentiella störningar i ränte- och kreditgivningskanalerna som kan uppstå till följd av en mycket låg reporänta.


Hur påverkas räntekanalerna av mycket låg styrränta?

Kan centralbankens möjlighet att påverka det allmänna ränteläget försvagas när reporäntan närmar sig en väldigt låg nivå? Om räntekanalerna inte fungerar som den ska märks det dels genom att styrränteförändringar inte fortplantar sig helt till olika kapitalmarknadsräntor, dels genom att styrränteförändringar bara får begränsat genomslag på de räntor som hushåll och företag möter via banker. Nedan ger vi exempel på potentiella störningar i räntekanalerna då styrräntan närmar sig en låg nivå.

- Bankernas inlåningsränta till sina kunder ligger vanligtvis under styrräntan medan utlåningsräntorna ligger över styrräntan. Skillnaden mellan in- och utlåningsräntorna är en del av deras intjäningsförmåga och brukar kallas räntemarginal.³ Vid den reporäntenivå som vi har idag är bankernas inlåningsränta till sina kunder redan

² För mer utförlig beskrivning se "Den penningpolitiska transmissionsmekanismen" av Hopkins, Lindé och Söderström i Penning- och valutapolitik (2009:2), Sveriges riksbank.

³ Se Karlsson, Shahnazarian och Walentin (2009) för en kvantitativ bedömning av hur bankerna övervärtrar sina kostnader, exempelvis inlåningsmarginalerna och riskpremierna, på sina utlåningsräntor.



mycket nära noll. Om bankerna låter sina utlåningsräntor sjunka i takt med ytterligare sänkning av styrräntan, men upplever att det finns begränsade möjligheter att sänka inlåningsräntorna, kommer deras räntemarginal att krympa. För att undvika att marginalerna pressas är då alternativet för bankerna att inte låta sänkningen slå igenom helt på de räntor som hushåll och företag möter. Risken är då att penningpolitikens effekt på bankernas utlåningsräntor blir försvagad.

- När styrräntan är nära noll kommer vissa kortfristiga marknadsräntor med låg risk också närma sig noll. Men om det av olika anledningar finns ett motstånd för marknadsaktörer att genomföra transaktioner till mycket låga eller negativa räntor skulle ytterligare styrräntesänkningar inte fortplanta sig till marknadsräntor med längre löptid och högre kreditrisk. Sådant motstånd skulle kunna begränsa möjligheterna för traditionell räntepolitik att påverka spridning till räntor med såväl kortfristiga som långfristiga löptider samt räntor med högre kreditrisk.

Hur påverkas kreditgivningskanalen av mycket låg styrränta?

Nedan går vi igenom några exempel på hur kreditgivningskanalen skulle kunna påverkas av en mycket låg styrränta. Med kreditgivning menar vi här krediter som både banker och andra finansiella institut ger till allmänheten samt den upplåning som företagen själva kan göra genom att emittera räntebärande värdepapper på kapitalmarknaderna.

- Under den finansiella krisen har bankernas realiserade och potentiella förluster ökat. Som en konsekvens har bankerna behövt fokusera på åtgärder som upprätthåller och förbättrar kapitaltäckningskraven. Det har begränsat bankernas vilja och möjlighet att ge ut nya lån. Detta var visserligen ett problem som uppträdde redan tidigt under finanskrisen innan reporäntan hamnade på mycket låga nivåer. Vid en mycket låg styrränta skulle bankernas kreditgivning vid ytterligare räntesänkningar kunna påverkas av två motverkande faktorer. Å ena sidan, om bankernas räntemarginaler krymper ju lägre styrräntan är skulle det ytterligare kunna strypa kreditgivningen i ett läge då den redan är svag. Å andra sidan kan en mer expansiv penningpolitik underlätta bankers vinstpotential och kreditgivningsmöjligheter. Det beror på att ytterligare räntesänkningar stimulerar ekonomin och på så sätt förbättrar kreditvärdigheten bankernas kunder samt bidrar till att öka efterfrågan på lån. Vilken av dessa effekter som kommer att dominera är inte självklart att avgöra på förhand.
- När räntor närmar sig noll finns det en risk att incitamenten för marknadsaktörer att delta på vissa marknader minskar eller försvinner. På vissa marknader skulle mycket låga eller negativa räntor kunna existera utan några problem. På andra marknader skulle det dock kunna finnas ett motstånd till att delta då räntor är negativa. Ett exempel på en sådan delmarknad är interbankmarknaden som hanterar kortfristiga lån mellan banker och normalt präglas av låg risk och låg avkastning. Mycket låga eller negativa räntor skulle kunna innebära att en del aktörer avstår från att delta i den kortfristiga interbankmarknaden om avkastningen anses oattraktiv jämfört med alternativa investeringar eller i extremfallet kraftigt understiger den på kontanter. Färre aktörer och minskade volymer kan i sin tur leda till bristande matchning mellan in- och utlåning mellan banker. I förlängningen skulle det kunna leda till minskade volymer och risk för stora slag i prissättningen av kortfristiga depositotransaktioner. Det gör att förmedlingen av krediter störs. Om räntorna var mycket negativa skulle det i ett extremfall kunna innebära att bankerna själva börjar hålla stora mängder kontanter istället för att deponera sina pengar hos varandra.

Dessa exempel illustrerar vikten av väl fungerande ränte- och kreditgivningskanaler för att penningpolitiken ska få önskad effekt. Väl fungerande finansmarknader gör att styrränteförändringar sprids ut i ekonomin både genom effektiv prissättning samt genom att förmedla krediter. När styrräntan närmar sig en ovanligt låg nivå finns det risk för att dessa funktioner kan sättas ur spel, med sämre prisbildning och lägre aktivitet till följd. Störningar på de finansiella marknaderna skulle därmed kunna urholka penningpolitikens möjlighet att påverka ekonomin.

Hur har de finansiella marknaderna fungerat vid nuvarande låga reporäntenivå?

Väl fungerande finansiella marknader är alltså en nyckelingrediens för att penningpolitiken ska få önskad effekt. Hur har den nuvarande låga reporäntenivån påverkat den svenska finansmarknadens räntor och funktionssätt? Nedan kommer vi först att ta upp några specifika exempel där det kan förekomma negativa nominella räntor även om reporäntan inte är noll. Därefter diskuterar vi om detta kan leda till att de finansiella marknaderna fungerar sämre och vi undersöker om några störningar har uppstått vid nuvarande låga reporäntenivå.

Mycket låga räntor på vissa marknader

På vissa marknader noteras vissa räntor även under normala omständigheter mycket nära eller under Riksbankens reporänta. Exempel på sådana är räntor på statsskuldsväxlar, bankernas inlåningsräntor till sina kunder samt räntor på kortfristig utlåning med underliggande värdepapper av hög kvalitet som säkerhet. Dessa räntor kommer därmed sannolikt att närma sig noll eller vara negativa innan reporäntan är det.

- Det är inte ovanligt att marknadsvärderingen av statsskuldsväxlar har en ränta som ligger under Riksbankens reporänta. Under den finansiella krisen har dessutom efterfrågan på värdepapper med hög kreditvärdighet ökat. Det har bidragit till att ytterligare trycka ned räntan på just värdepapper med mycket låg risk, som exempelvis statsskuldsväxlar och statligt garanterade bank- eller företagscertifikat. Vid mycket låg reporänta skulle dessa värdepapper kunna handlas till en löpande marknadsränta som är negativ.⁴ Exempelvis förekom negativa räntor på kortfristiga statsskuldsväxlar på andrahandsmarknaden i USA en kort period under hösten 2008. I Sverige har marknadsvärderingen på statsskuldsväxlar varit mycket nära noll sedan våren 2009.
- Marknaden för kortfristig utlåning med underliggande värdepapper av hög kvalitet som säkerhet brukar kallas repomarknaden.⁵ Repomarknaden med underliggande säkerheter i form av statsobligationer eller bostadsobligationer är en viktig finansieringskälla för olika typer av handel med räntebärande instrument. Reporäntan, det vill säga kostnaden för repotransaktioner, kan för vissa värdepapper ligga under Riksbankens styrränta med 0,10-0,25 procentenheter. Men tidvis kan skillnaden mellan kostnaden för repotransaktioner och Riksbankens reporänta vara ännu större.⁶ Det betyder att repotransaktioner för dessa särskilt attraktiva värdepapper sker till räntor som redan vid dagens styrränta på 0,25 procent ligger mycket nära noll eller till och med är negativa. Sedan juli 2009 har marknadsaktörer uppgett att repotransaktioner tidvis skett till en ränta på så låg nivå som -0,25 procent för särskilt attraktiva värdepapper, det vill säga 0,5 procentenheter under Riksbankens reporänta. Marknadsaktörer verkar alltså vara villiga att acceptera negativa räntor på repotransaktioner så länge som denna finansieringskostnad är lägre än den förväntade avkastningen som aktören kan göra på handel med räntebärande instrument.
- Interbankmarknaden hanterar affärsbankernas kortfristiga in- och utlåningar mellan varandra. Här är inga värdepapper inblandade utan det rör dig sig om insättningar eller lån utan underliggande säkerheter. Räntan på interbanklån över natten tenderar att hamna mycket nära Riksbankens reporänta, vilket också är syftet med utformningen av Riksbankens styrsystem.⁷ Sedan ungefär ett år tillbaka har Riksbanken bland annat erbjudit bankerna möjlighet till extra lån på exempelvis 3, 6 och 12 månaders löptid, vilket har gjort att det finns mer likviditet än normalt i banksystemet. På grund av denna överlikviditet i banksystemet har kortfristiga interbankräntor tidvis hamnat under reporäntan med ca 0,05 - 0,10 procentenheter och tillfälligt även ännu lägre.

4 Marknadsaktörer skulle alltså i detta fall kunna vara villiga att betala ett pris som överstiger värdepapprets värde vid förfall.

5 Ordet repo kommer här från engelskans repurchase, det vill säga återköp. En repotransaktion är en överenskommelse där den ena parten lånar ett värdepapper av en annan mot att tillhandahålla ett annat liknande värdepapper som säkerhet. Det behöver dock inte alltid vara två värdepapper som byts mellan parterna utan det kan också handla om att byta ett värdepapper mot kassa.

6 Förväxla inte reporäntan för repotransaktioner med Riksbankens styrränta som också kallas reporänta.

7 För ytterligare information om interbankmarknadens roll och funktionssätt se Kronstedt Metz, Pia, "Den svenska marknaden för likviditetstutjämning", Penning- och valutapolitik (2005:4), Sveriges riksbank.

Dessa exempel illustrerar att räntor på såväl räntebärande värdepapper som på vanliga insättningar mycket väl kan understiga reporäntan och till och med vara negativa. På repomarknaden för statsobligationer har vi sedan juli 2009 dessutom observerat förekomsten av negativa nominella räntor. Nästa steg är att undersöka följderna av mycket låga eller negativa nominella räntor på dessa marknader. Här är det två olika infallsvinklar vi belyser: den ena är systemtekniska aspekter och den andra är om incitamenten att delta på de olika delmarknaderna har påverkats.

Vad kan det finnas för tekniska aspekter eller svårigheter att ta hänsyn till vid negativa nominella räntor? Vanligtvis är det inga problem för marknadsaktörerna att hantera negativa räntor på värdepapper i befintliga system för handel och bokföring etcetera. För räntebärande värdepapper som exempelvis statskuldsväxlar, företagscertifikat, samt stats- och bostadsobligationer finns alltid ett motsvarande pris till en marknadsnoterad ränta. Däremot hanteras vanliga insättningar (så kallad deposittransaktioner) normalt bara med noterad ränta utan motsvarande pris. När transaktionerna sker till negativ nominell ränta kan vissa interna system ha svårt att hantera detta. Oftast är detta något som går att justera manuellt. Men om mängden manuella transaktioner blir stor är det risk för att befintliga resurser inte räcker till och det uppstår flaskhalsar. Detta är dock något som borde kunna åtgärdas med tiden genom att uppgradera systemen och allokeras om resurser.

Hittills har inga negativa inlåningsräntor rapporterats, varken på interbankmarknaden eller till bankernas kunder. Men vid en ännu lägre reporänta än den vi har idag ökar sannolikheten för negativa interbankräntor. Precis som vi tidigare nämnt är det dock oklart var gränsen går innan mycket låga eller negativa räntor skulle kunna leda till störningar på interbankmarknaden. Men en centralbank behöver beakta hur styrräntans nivå påverkar incitamenten att delta på delmarknader som är viktiga för penningpolitikens effektivitet.

Marknadsfunktionsätt hittills med en mycket låg reporänta

Ett sätt att undersöka om låga eller negativa nominella räntor hittills påverkat incitamenten att delta på de olika marknaderna är att studera omsättningsstatistik. Sedan räntesänkningarna i april och i juli till 0,5 respektive 0,25 procent har vi inte observerat några störningar på vare sig de svenska avista- och repomarknaderna för räntebärande värdepapper eller på derivatmarknaderna för ränteinstrument. I diagram 1 syns omsättningsstatistiken över olika delmarknader som Riksbanken samlar in från aktörer. Där ser vi att aktiviteten på avistamarknaden för statsobligationer sedan april varit relativt stabil. Omsättningen för repotransaktioner på den så kallade repomarknaden har också varit oförändrad de senaste månaderna.⁸ Visserligen har omsättningen på de flesta marknader för räntebärande värdepapper minskat kraftigt jämfört med för ett år sedan, men det är snarare en följd av den finansiella krisen. Sett ur detta perspektiv verkar det inte som att räntesänkningarna ytterligare bidragit till att sänka omsättningen.

Sedan i maj 2009 har faktiskt omsättningen på vissa derivatmarknader (till exempel FRA-kontrakt) stigit påtagligt, vilket vi tolkar som att rådande låga reporäntnivå inte verkar utgöra ett motstånd för aktörer att delta på dessa marknader. Värt att notera är också att marknaden för repotransaktioner fortsatt att fungera utan rapporter om kontraktsbrott trots att räntan för vissa transaktioner varit negativ.⁹

Penningmarknadsfonder är vanligtvis stora aktörer på kortfristiga penningmarknader för exempelvis bank- och företagscertifikat. Dessa fonders nettoavkastningar tenderar att över tiden ligga i linje med eller under reporäntan. Fondernas placeringar har en nära koppling till styrräntnivån. En mycket låg styrränta skulle därför innebära en mycket låg eller negativ nettoavkastning för dessa fonder.¹⁰ Penningmarknadsfonders avkastning varierar normalt med reporänteförändringar. Tillfälligt låg avkastning på dessa fonder är därför en naturlig del av penningpolitikens transmissionsmekanism. Men om mycket låga eller negativa avkastningar leder till stora utflöden från penningmarknadsfonderna, skulle det även kunna få återverkningar på marknader för bank-

⁸ Vi har använt säsongrensade data, vilket innebär att serierna tar hänsyn till att det normalt är låg aktivitet under sommarmånaderna.

⁹ Kontraktsbrott och fallissemang på repomarknader har tidvis förekommit i exempelvis USA men har historiskt sett varit sällsynta i Sverige.

¹⁰ Fondavgifter reducerar en relativt stor del av bruttoavkastningen. Avgifter på penningmarknadsfonder i Sverige varierar mellan 0,1 – 0,6 procent enligt Morningstar.

och företagscertifikat där dessa fonder är stora och aktiva investerare. Om fonderna drastiskt minskar sin efterfrågan på exempelvis företagscertifikat skulle det tillfälligt kunna störa företagens upplåningsmöjligheter.¹¹ I Sverige verkar dock omallokeringar mellan fonder och olika tillgångsslag ha skett utan påtagliga störningar.

När en centralbank funderar över den nedre gränsen för den nominella styrräntan behöver man också ta hänsyn till hur länge en låg nivå skulle kunna bestå. Hittills har vi bara haft mycket låga och negativa nominella räntor i Sverige under en relativt kort period. Skulle räntan hållas mycket låg under en längre period behöver man dock beakta om det skulle kunna påverka incitamenten för marknadsaktörerna att fortsätta att delta på olika marknader. I ett längre perspektiv finns risk att minskad aktivitet och handel på vissa delar av penningmarknaden leder till att humankapital försvinner från dessa marknader. Det skulle i sin tur innebära en dränering av kompetens, att systememena inte utvecklas i den omfattning som behövs etcetera och en längre startsträcka att åter få välfungerande marknader när väl förhållanden och räntenivåer återvänder till det normala.

Hur har andra centralbanker resonerat kring golvet för styrräntan?

Även andra centralbanker har i likhet med Riksbanken gjort bedömningar av vad som är en lämplig nedre gräns för deras styrräntor. Några centralbanker har för närvarande nominella styrräntor mellan noll och 0,5 procent (se tabell 1) och har indikerat att dessa räntor troligen nått den lägsta gränsen under denna räntesänkingscykel.

Tabell 1. Nuvarande styrräntenivåer hos några centralbanker

| Centralbank | Styrräntevariabel* | Rådande styrräntenivå (procent) |
|---------------------|------------------------------|---------------------------------|
| Federal Reserve | Federal funds rate | 0,00 - 0,25 |
| Bank of England | Bank Rate | 0,50 |
| Bank of Canada | General collateral repo rate | 0,25 |
| Swiss National Bank | Repo rate | 0,02 |
| Bank of Japan | Call market funds rate | 0,10 |
| Sveriges riksbank | Reporänta | 0,25 |

* Alla styrräntevariabler gäller lån över natten.

Argumenten bakom de olika centralbankernas respektive val av nivå på nedre gräns för den nominella styrräntan liknar de som vi har tagit upp tidigare i denna kommentar. Centrala aspekter som återkommer är vikten av att ha effektiva penningpolitiska transmissionskanaler samt välfungerande finansiella marknader. Flera centralbanker har betonat riskerna för att de finansiella marknaderna skulle kunna fungera sämre vid mycket låga styrräntenivåer. Exempelvis har den kanadensiska centralbanken uppgett att en välfungerande repomarknad är viktig för att penningpolitiken ska fungera effektivt. Bank of Canada har valt en nivå för sin styrränta som de antar bidrar till att bevara incitamenten för långivare och låntagare att mötas på marknaden.¹² Den schweiziska centralbanken har för närvarande som mål att interbankräntan CHF Libor med 3 månaders löptid ska vara 0,25 procent, det vill säga nära den nedre gränsen av centralbankens målintervall som ligger mellan noll och 0,75 procent. För att uppnå det målet har den schweiziska centralbanken satt räntan på sina veckovisa repor på så låg nivå som 0,02 procent.¹³

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve har sedan i december 2008 ett målintervall på 0 - 0,25 procent för styrräntan, vilket ger utrymme för mycket låga räntor på dagslånemarknaden. Det är värt att notera att Federal Reserve satt sin inlåningsränta, det vill säga den ränta som bankerna får när de placerar sin överskottslikvidi-

11 I USA såg vi exempel på stora och abrupta utflöden ur penningmarknadsfonder under hösten och vintern 2008, vilket gav upphov till störningar på bland annat företagscertifikatmarknaden. Dessa störningar var dock mer kopplade till det allmänna krisläge som rådde under hösten 2008 än till låg styrränta i sig.

12 Se Bank of Canada, "Framework for Conducting Monetary Policy at Low Interest Rates", Monetary Policy Report, April 2009.

13 Se Swiss National Bank, Monetary Policy Assessment, 12 March 2009.

tet hos centralbanken till 0,25 procent. Detta bidrar till att dagslåneräntan hamnar närmare taket i målintervallet.¹⁴ Den japanska centralbanken hade under perioden 2000 till 2006 en styrränta på noll procent. Bank of Japans erfarenhet är att även en måttlig höjning av styrräntan gjorde att penningmarknaden fungerade bättre både med avseende på prissättning och omsättning.¹⁵ I denna räntesänkingscykel har Bank of Japan inte sänkt sin styrränta till riktigt samma låga nivå som den tidigare botten.

Förutom att ta hänsyn till hur de finansiella marknaderna fungerar har några centralbanker också betonat att en mycket låg styrränta kan riskera att försvaga den penningpolitiska transmissionsmekanism som verkar genom banksektorn. Exempelvis har Bank of England gjort bedömningen att banksektorn skulle kunna ha svårt att ytterligare sänka sina utlåningsräntor alternativt bibehålla sin kreditgivning till allmänheten om styrräntan sänks till för låg nivå.¹⁶ Sammantaget verkar det som att många centralbanker resonerar på liknande sätt men det går inte att dra några definitiva slutsatser om exakt var gränsen går för respektive centralbank. I slutändan blir det en bedömningsfråga där olika avvägningar ställs mot varandra. Framöver borde det dock vara möjligt att kunna dra mer bestämda slutsatser när tillräckligt många länder haft mycket låga styrräntor under en längre tid.

Slutsatser

I denna ekonomiska kommentar har vi tagit upp olika frågor och potentiella problem som Riksbanken beaktat när reporäntan har sänkts till en historiskt låg nivå. För att penningpolitiken ska få önskad effekt är det i det här sammanhanget framför allt två aspekter som är centrala: vikten att upprätthålla effektiviteten i den penningpolitiska transmissionsmekanismen och betydelsen av välfungerande finansiella marknader. Vi har visat att negativa nominella räntor kan uppträda redan innan reporäntan är noll. Negativa räntor har även förekommit på vissa finansiella marknader sedan Riksbanken sänkte reporäntan till 0,25 procent i juli.

Hittills har en reporänta på 0,25 procent inte gett upphov till störningar på de finansiella marknaderna enligt indikatorer på marknadsomsättning och anekdotiska rapporter. Det är svårt att veta exakt vid vilken nivå på reporäntan som eventuella problem skulle kunna uppstå. Det är mycket möjligt att de finansiella marknaderna skulle kunna fortsätta att fungera normalt även vid en ännu lägre reporänta. Osäkerheten är dock stor och erfarenheterna av mycket låga styrräntor är begränsade. Vid det penningpolitiska mötet i september fattade Riksbankens direktion beslutet att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent. Vissa direktionsledamöter ansåg dock att reporäntan skulle kunna vara noll utan risk för störningar medan andra ledamöter ansåg att det är lämpligt att anta en försiktig hållning på områden där det inte finns tidigare erfarenheter att luta sig mot.¹⁷

¹⁴ Se Board of Governors of the Federal Reserve System, Monetary Policy Report to the Congress, Juli 2009.

¹⁵ Enligt Bank of Japan's Financial Market Report (April 2007).

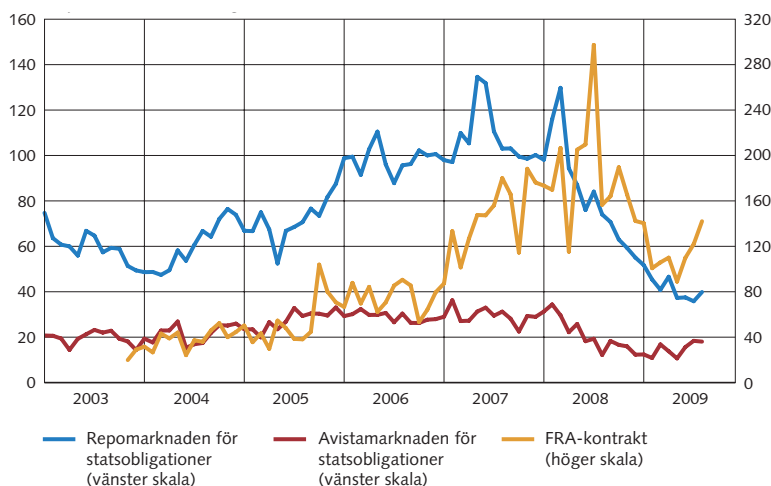
¹⁶ Se Bank of England, "Monetary Policy at Low Interest Rates", Inflation Report, February 2009.

¹⁷ Se det penningpolitiska protokollet från direktionens sammanträde den 2 september 2009, Sveriges riksbank

Diagram

Diagram 1. Omsättningsstatistik för avista- och repomarknaderna för statsobligationer samt FRA-kontrakt

Miljarder kronor, säsongrensade data.



Källa: Riksbanken.

Referenser

Bank of Canada, "Framework for Conducting Monetary Policy at Low Interest Rates", Monetary Policy Report, april 2009.

Bank of England, "Monetary Policy at Low Interest Rates", Inflation Report, februari 2009.

Bank of Japan, "Changes Observed in Money Markets after the Rise in the Policy Interest Rates in Juli 2006", Financial Markets Report-Supplement, april 2007.

Board of Governors of the Federal Reserve System, Monetary Policy Report to the Congress, juli 2009

Hopkins, Elisabet, Jesper Lindé och Ulf Söderström, "Den penningpolitiska transmissionsmekanismen", Penning- och valutapolitik (2009:2), Sveriges riksbank.

Karlsson, Magnus, Hovick Shahnazarian och Karl Walentin (2009) "Vad bestämmer bankernas utlåningsräntor?", ännu ej publicerad.

Kronestedt Metz, Pia, "Den svenska marknaden för likviditetsutjämning", Penning- och valutapolitik (2005:4), Sveriges riksbank.

Penningpolitiskt protokoll från direktionens sammanträde den 2 september 2009, Sveriges riksbank.

Swiss National Bank, Monetary Policy Assessment, 12 mars 2009.

Söderström, Ulf och Andreas Westermarck, "Penningpolitik när styrräntan är noll", Penning- och valutapolitik (2009:2), Sveriges riksbank.