# Penningpolitik när räntan är nära noll

**Sedan början på oktober förra året har Riksbanken sänkt reporäntan kraftigt. Att reporäntan snabbt närmat sig noll har aktualiserat två viktiga frågor: Hur långt kan reporäntan sänkas? Vilka andra åtgärder kan Riksbanken vidta för att stimulera ekonomin, om det skulle behövas?**

## Hur långt kan reporäntan sänkas?

När konjunkturen försvagas och inflationen faller sänker centralbankerna sina styrräntor för att öka efterfrågan i ekonomin. I normala fall är sänkningar av styrräntan inte förknippade med några särskilda kostnader eller problem. Men när räntan börjar komma ner på riktigt låga nivåer, såsom varit fallet i Sverige och flera andra länder under den senaste konjunkturnedgången, måste centralbankerna vid de penningpolitiska besluten ta hänsyn till omständigheter som de normalt inte behöver beakta.

Det är framför allt två omständigheter som lyfts fram i diskussionen. Den ena är att riktigt låga styrräntor kan påverka bankernas lönsamhet negativt eller göra dem mindre benägna att låta sänkningar av styrräntan slå igenom på de räntor hushåll och företag möter. Den andra omständigheten är att vissa delar av de finansiella marknaderna riskerar att börja fungera sämre vid låga räntenivåer. I bakgrunden finns också den kanske mest dramatiska konsekvensen av en alltför låg ränta: Att företag och hushåll väljer att ta ut pengar från sina bankkonton och istället övergår till att hålla stora mängder kontanter.

Bankernas inlåningsräntor ligger normalt lägre än styrräntan och når därför noll innan styrräntan gör det. Givet att bankerna upplever att de inte kan sänka inlåningsräntan under noll kommer deras marginaler – skillnaden mellan inlånings- och utlåningsräntan – att sjunka i takt med att styrräntan sänks. Till saken hör också att bankernas kostnader för att låna av centralbanken är högre än styrräntan, eftersom de måste lämna säkerheter för sådana lån.

Lägre marginaler påverkar bankernas intjäningsförmåga negativt och riskerar att minska bankernas vilja att låna ut i ett läge där den sannolikt redan är svag. Alternativt kan bankerna välja att behålla sina marginaler genom att inte låta utlåningsräntorna följa med styrräntan ned. I båda fallen får sänkningen av styrräntan en mindre positiv effekt på ekonomin än vad den annars skulle ha fått. Ett ytterligare alternativ är att bankerna, i den mån detta låter sig göras, anpassar avgifter på inlåningskonton och banktjänster på ett sätt som i praktiken innebär en negativ ränta.

Även om bankernas in- och utlåningsräntor inte skulle falla lika mycket som styrräntan, skulle sannolikt andra marknadsräntor följa med nedåt. Det kan i sig stimulera ekonomin, men väldigt låga räntenivåer kan samtidigt medföra vissa risker när det gäller de finansiella marknadernas sätt att fungera. Det finns marknader där räntorna kan ligga under styrräntan. I Sverige gäller det till exempel räntor på statspapper med mycket kort löptid och lån med räntebärande värdepapper som säkerhet. Vid någon nivå pressas sådana räntor ned till noll

eller blir negativa. Negativa räntor kan vara nödvändiga för att upprätthålla handeln på dessa marknader i ett sådant läge. Men att hantera negativa räntor rent praktiskt kan medföra vissa administrativa kostnader, till exempel att datorsystem måste anpassas. Dessa kostnader är sannolikt överkomliga men är ändå värda att tas i beaktande.

Aktiviteten på vissa marknader, speciellt sådana som hanterar lån mellan banker, kan också påverkas negativt om marknadsaktörerna upplever att avkastningen är alltför låg. En tunnare handel kan till exempel göra att prissättningen på marknaden fungerar sämre. Om en marknad på detta sätt krymper under en längre tid kan det bli svårt att få tillbaka den till normal aktivitet igen i ett senare skede.

**Inga säkra svar**

Det finns än så länge begränsade erfarenheter av de låga styrräntenivåer som nu kan observeras i många länder. Osäkerheten är stor om hur viktiga de mekanismer som diskuterats ovan är och exakt vid vilka nivåer på styrräntan de börjar bli nödvändiga att beakta. Förhållandena ser också lite olika ut i olika länder. Centralbanker som har kommunicerat att de inte har för avsikt att sänka sin styrränta ytterligare har därför valt att stanna vid lite olika nivåer och har lagt olika stor tonvikt på mekanismerna.

Bank of England, som har valt att stanna på en styrränta på 0,5 procent, förefaller ha lagt tonvikten på banksektorns känslighet för låga räntor och bankernas roll i den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Centralbanker som istället främst lyft fram risker förknippade med de finansiella marknadernas funktionssätt, till exempel Federal Reserve och Bank of Canada, har valt att stanna på lägre nivåer för styrräntan, 0,25 procent eller lägre. Erfarenheterna hittills tycks vara att de finansiella marknaderna inte påverkats alltför negativt av dessa låga nivåer på styrräntan.

De centralbanker som anser sig ha nått sin nedre gräns för styrräntan har alla valt att stanna på nivåer som med viss marginal överstiger den räntenivå där företag och hushåll kan förväntas övergå till att hålla stora mängder kontanter. Det sker sannolikt först när räntan sjunkit något under noll eftersom stora mängder kontanter är obekvämt och kostsamt att lagra och hantera. Det är därför tänkbart att hushåll och företag skulle låta pengarna stå kvar på sina konton trots en viss negativ ränta. Det är dock möjligt att bankerna, exempelvis av konkurrensskäl, inte är speciellt villiga att låta inlåningsräntorna bli negativa. Sänkningar av reporäntan till en mycket låg nivå skulle i så fall, på det sätt som diskuterats ovan, endera reducera bankernas marginaler eller inte slå igenom på utlåningsräntorna.

Sammanfattningsvis kan konstateras att det inte finns något självklart svar på vad som är en nedre gräns för reporäntan. Det är i allt väsentligt en bedömningsfråga där det också, med tanke på den osäkerhet som råder, kan finnas anledning att försiktigt pröva sig fram. Riksbanken har på olika sätt analyserat de positiva och negativa effekter som mycket låga räntor kan föra med sig, och har följt ut-

vecklingen på de finansiella marknaderna sedan sänkningen av reporäntan till 0,5 procent i april. Beslutet att sänka reporäntan till 0,25 procent avspeglar bland annat bedömningen att en sådan nivå inte skapar några större problem för marknadernas funktionssätt.

### Vilka andra åtgärder kan Riksbanken vidta?

Även när reporäntan sänkts så långt det bedömts vara rimligt finns det åtgärder som Riksbanken kan vidta. Här fokuseras på mer uttalat penningpolitiska åtgärder i meningen att deras primära syfte är att stimulera ekonomin. Sedan oktober förra året har Riksbanken, parallellt med att reporäntan har sänkts, vidtagit olika åtgärder vars främsta syfte har varit att värna om den finansiella stabiliteten. Dessa åtgärder tas inte upp här, även om de kan ha sidoeffekter som kan sägas vara penningpolitiska, till exempel att minska riskpremier och därmed sänka nominella räntor. Vidare diskuteras enbart de penningpolitiska åtgärder som i nuläget bedöms ligga närmast till hands.[10]

Det är också värt att betona att en penningpolitisk stimulans, i stort sett oavsett hur den åstadkoms, vanligtvis kan ses som ett "paket" av sammankopplade mekanismer som på olika sätt bidrar till att öka efterfrågan i ekonomin. En sänkning av styrräntan kan till exempel leda till lägre marknadsräntor, högre inflation och inflationsförväntningar samt en svagare växelkurs. I diskussionen nedan tas inte alla dessa mekanismer upp, även om de finns med i bakgrunden.

### Låg reporänta länge

En penningpolitisk åtgärd som är relativt rättfram och som Riksbanken redan har använt sig av är att deklarera att reporäntan väntas bli kvar på en låg nivå under en lång tidsperiod. Hur efterfrågan i ekonomin utvecklas beror inte på nivån på reporäntan vid någon enskild tidpunkt utan på hela den förväntade framtida banan för reporäntan. Olika banor för reporäntan kan ge ungefär samma sammanlagda påverkan på efterfrågan. Genom att hålla reporäntan på en låg nivå under en längre period kan effekten på efterfrågan bli ungefär densamma som om reporäntan hade sänkts mer under en kortare period.

Riksbankens penningpolitiska ramverk är här en fördel. Det faktum att Riksbanken publicerar detaljerade prognoser för inflationen, realekonomin och reporäntan gör det lättare att illustrera och argumentera för att reporäntan kan hållas låg under en lång tid framåt.

### Lån till fast ränta på längre löptid

Reporäntan som penningpolitiskt verktyg fungerar enkelt uttryckt genom att bankerna antingen lånar mot betryggande säkerhet eller köper riksbankscertifikat med löptid på en vecka av Riksbanken till priset av reporäntan. Därtill kommer dagliga så kallade finjusteringar

10 En mer utförlig genomgång av möjliga åtgärder finns i U. Söderström och A. Westermark, "Penningpolitik när styrräntan är noll", Penning- och valutapolitik 2009:2, Sveriges riksbank.

mellan Riksbanken och bankerna till en ränta som ligger mycket nära reporäntan. Reporäntans nivå idag och förväntningarna om vad den kommer att vara framöver påverkar i sin tur andra räntor med längre löptider och genom dessa aktiviteten i ekonomin. Men Riksbanken kan också mer direkt påverka räntorna längre ut på avkastningskurvan.

Ett sätt att göra det är att de penningpolitiska motparterna ges möjlighet att låna kronor på längre löptid till fast ränta. I samband med det senaste penningpolitiska mötet beslutade direktionen också att tillhandahålla lån med löptid på 12 månader och räntan satt till rådande reporänta plus 0,15 procentenheter. Även tidigare fanns möjligheten att ta lån med upp till 12 månaders löptid men till rörlig ränta. Låntagaren måste då beräkna den förväntade kostnaden baserat på en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas under perioden. Med fast ränta råder det inte längre någon osäkerhet om vad räntan på lånet slutligen kommer att bli.

Syftet med åtgärden är att inledningsvis få ner räntorna på interbankmarknaden genom att tillhandahålla likviditet till en låg kostnad. Lägre interbankräntor kan sedan få genomslag på de räntor som hushåll och företag möter och därmed bidra till att stimulera den ekonomiska aktiviteten.

Det kan noteras att i ett internationellt perspektiv är utlåning från centralbanker på längre löptider till fast ränta inget exceptionellt. Exempelvis använder ECB sig av fast utlåningsränta på ett flertal löptider.

**Köp av värdepapper**

Den bedömning som Riksbanken gör i dagsläget är att de åtgärder som hittills vidtagits är tillräckliga att för att ge en utveckling för inflationen och realekonomin som med hänsyn till omständigheterna kan betraktas som tillfredsställande. Men skulle det efter hand visa sig att ytterligare stimulanser behövs är en möjlighet att Riksbanken köper olika typer av värdepapper. Detta har gjorts av andra centralbanker, exempelvis Federal Reserve och Bank of England. Behovet av penningpolitiska stimulanser utöver sänkningar av styrräntan har dock hittills varit mindre i Sverige och de svenska finansiella marknaderna har överlag fungerat bättre.

Om det framöver ändå skulle bli aktuellt att köpa värdepapper är det sannolikt statsobligationer som i första hand skulle komma i fråga. En fördel med att köpa statsobligationer jämfört med de närmast tänkbara alternativen – bostadsobligationer och företagspapper – är att en sådan åtgärd är mer generell och inte i samma utsträckning riktad mot någon specifik sektor. Den blir därigenom en mer naturlig förlängning av den traditionella penningpolitiken.

I likhet med utlåning till fast ränta är det främsta syftet med köp av statsobligationer att få ner det allmänna ränteläget. Genom köpen pressas statsobligationsräntor ner och investerare söker sig då till placeringar med högre avkastning. När efterfrågan på mer riskfyllda

tillgångar ökar kommer även räntorna på dessa att pressas ned och det allmänna ränteläget sjunker generellt. Ytterligare en effekt skulle kunna vara att bankerna ökar sin utlåning till följd av att centralbankens köp av statsobligationer ökar inlåningen i bankerna och bankernas reserver i centralbanken.

Effekterna av såväl utlåning till fast ränta som köp av värdepapper är svåra att förutse. Det beror dels på att de är ovanliga åtgärder varför prognoser av effekterna inte kan göras på basis av tidigare erfarenheter. Det beror också på att räntor på längre löptider påverkas av en rad andra faktorer än centralbankens åtgärder.