Översyn av Riksbankens penningpolitiska styrsystem

Peter Sellin och Per Åsberg Sommar

Författarna är verksamma vid avdelningen för penningpolitik respektive avdelningen för finansiell stabilitet, Sveriges riksbank.

Riksbanken försöker påverka räntorna i ekonomin så att inflationsmålet uppfylls. I denna artikel beskriver vi hur Riksbanken i praktiken styr den riskfria dagslåneräntan på lån mellan bankerna över natten. Vi redogör för vilka instrument som finns i Riksbankens verktygslåda och hur dessa används för att styra dagslåneräntan. Vi finner att Riksbankens penningpolitiska styrsystem uppfyller sin uppgift att stabilisera dagslåneräntan. Men vi visar också att detta inte är tillräckligt för att på ett tillfredsställande sätt påverka räntor med längre löptider än över natten. Dessutom har erfarenheterna från den senaste finansiella krisen visat att det är önskvärt att Riksbanken har en god beredskap för att kunna föra penningpolitik under extraordinära förhållanden. På det området kan Riksbankens verktygslåda behöva kompletteras. Det finns också ett behov av att kontinuerligt utvärdera styrsystemet.

Riksbanken påbörjade en utvärdering av sitt penningpolitiska styrsystem våren 2008. Kort därefter bröt den finansiella krisen ut. Det ledde till nya lärdomar om systemets funktionssätt. Denna artikel ska därför ses som en lägesrapport snarare än en slutgiltig utvärdering – särskilt med tanke på att vi just nu befinner oss i en situation där centralbankers krisåtgärder i vår omvärld ännu inte är avslutade. Dessutom pågår det arbete med regleringar av den finansiella sektorn som kan få konsekvenser för utformningen av det penningpolitiska styrsystemet.

Det penningpolitiska styrsystemet har en central roll för Riksbankens möjligheter att genomföra penningpolitiken. Under 1990-talet förändrades Riksbankens sätt att bedriva penningpolitik. I samband med krisen 1992 övergav Riksbanken den fasta växelkursregimen för att i stället bedriva inflationsmålspolitik.[1] För att få ett enklare och mer transparent ramverk för att genomföra penningpolitiken i praktiken infördes ett nytt styrsystem i juni 1994. Senare stärkte riksdagen Riksbankens möjligheter att uppnå inflationsmålet genom att besluta om en ny riksbankslag som från och med den 1 januari 1999 säkerställer Riksbankens oberoende. En direktion på sex personer fick förtroendet att självständigt besluta om en styrränta vid de penningpolitiska mötena som hålls med sex till åtta veckors mellanrum.

1 Enligt riksbankslagen ska Riksbanken upprätthålla ett fast penningvärde, vilket innebär att inflationen ska vara låg och stabil. Riksbanken har preciserat målet för penningpolitiken så att inflationen ska vara 2 procent per år, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI). En avvikelse från målet behöver inte genast korrigeras då detta skulle kunna få negativa konsekvenser för tillväxten i ekonomin.

Riksbanken bedriver från och med 1999 penningpolitik genom att direktionen fattar beslut om och signalerar nivån på den viktigaste styrräntan – reporäntan – som är förenlig med inflationsmålet. Riksbankens penningpolitiska styrsystem är utformat för att styra marknadens dagslåneränta, det vill säga räntan på lån över natten mellan bankerna. Tanken är att styrsystemet ska stabilisera dagslåneräntan nära reporäntan. På så vis ska dagslåneräntan fungera som ett ankare för avkastningskurvan (räntebildningen på längre löptider). Men för att mer direkt försöka styra räntebildningen på längre löptider publicerar Riksbanken även en prognos för framtida reporäntor, en så kallad räntebana, som är förenlig med inflationsmålet. Riksbankens ambition är att stabilisera den allra kortaste riskfria räntan medan marknaden får bestämma räntor för längre löptider som inkluderar diverse riskpremier.

Våren 2008 började Riksbanken utvärdera det penningpolitiska styrsystemets ändamålsenlighet. I huvudsak handlar utvärderingen om att se över hur styrsystemet klarar uppgifterna att på ett effektivt sätt verkställa Riksbankens penningpolitiska beslut och styra likviditeten i betalningssystemet. Översynen påbörjades under 2008 men kort därefter bröt den finansiella krisen ut vilket ledde till nya lärdomar om hur systemet fungerade under ändrade förutsättningar. Utvärderingen behöver därför fortsätta så att vi kan ta hänsyn till dessa lärdomar. Under tiden kan vi dock presentera en lägesrapport som beskriver styrsystemets funktionssätt i dag och identifierar några områden där det finns utrymme för förbättringar.

Denna artikel består av tre delar. Den första delen beskriver hur Riksbankens penningpolitiska styrsystem fungerar och belyser varför systemet ser ut som det gör i dag med hjälp av några historiska tillbakablickar. Nästa del beskriver Riksbankens motparter och de värdepapper dessa använder som säkerhet för krediter från Riksbanken och i de penningpolitiska reporna. I den tredje och avslutande delen diskuterar vi några områden inom vilka styrsystemet kan förbättras.

Styrning av dagslåneräntan och likviditeten i banksystemet

Vi inleder denna del med en kortfattad beskrivning av betalningar under dagen i det svenska betalningssystemet samt lån över natten mellan bankerna på dagslånemarknaden. Det är räntan på den senare marknaden – *dagslåneräntan* – som Riksbanken försöker styra.[2] Riksbanken erbjuder bankerna som deltar i betalningssystemet RIX möjlighet att vid behov låna under dagen i Riksbanken utan ränta men mot säkerhet via så kallade intradagskrediter. Villkoren i detta erbjudande är generösa. På så vis uppmuntrar Riksbanken bankerna att utnyttja intradagskrediter för att underlätta och effektivisera betalningar. Men för att undvika att enskilda banker systematiskt finansierar sig via Riksbanken jämnar bankerna ut sina likviditetspositioner mot varandra vid dagens slut. I en sådan utjämning lånar banker med överskott ut till banker med underskott för att banksystemet som helhet ska komma i balans innan betalningssystemet stänger för dagen.

2 En mer utförlig beskrivning av dagslånemarknaden ges i Kronestedt Metz (2005) och Eklund och Åsberg Sommar (2011).

Det över- eller underskott av likviditet som kvarstår efter att bankerna jämnat ut sina likviditetspositioner mot varandra utgör banksystemets nettoposition mot Riksbanken. Har banksystemet ett likviditetsöverskott mot Riksbanken kan det placeras över natten i Riksbanken. Om banksystemet däremot har ett likviditetsunderskott kan banksystemet som helhet låna motsvarande belopp över natten av Riksbanken.

Det är villkoren till vilka bankerna kan placera och låna över natten i Riksbanken som utgör kärnan i styrsystemet. Genom att bestämma villkoren för bankernas in- och utlåning i Riksbanken kan Riksbanken styra räntan för lån med den allra kortaste löptiden – lån över natten. I och med att Riksbanken på så vis fokuserar på utjämningen av bankernas likviditet vid slutet av dagen blir räntan för lån över natten – dagslåneräntan – det operationella målet för penningpolitiken. Riksbanken stabiliserar dagslåneräntan och skapar därmed ett ankare för räntebildningen på längre löptider, vilket är nödvändigt men långt ifrån tillräckligt för att stabilisera räntebildningen på längre löptider.

Om banksystemet har ett stort likviditetsöverskott att placera vid dagens slut kan detta sätta press nedåt på dagslåneräntan. Det finns då skäl för Riksbanken att försöka dra in denna likviditet på längre löptid med hjälp av något instrument. I nästa avsnitt diskuterar vi därför vilka instrument Riksbanken använder sig av för detta ändamål. Vi behandlar även Riksbankens likviditetshantering under den finansiella krisen då man vidtog en del extraordinära åtgärder, främst i form av utlåning på längre löptider till bankerna. Som vi ska se fick detta konsekvenser för både likviditetsstyrningen och räntestyrningen.

VILLKOREN FÖR INTRADAGSKREDITER OCH KREDITER ÖVER NATTEN UTGÖR KÄRNAN I STYRSYSTEMET

Om två personer har konton i samma bank kan en betalning mellan dessa enkelt göras genom att banken debiterar den enes konto och krediterar den andres. Vi säger då att betalningen avvecklas (eller genomförs) i *affärsbankspengar*. Om personerna däremot har sina konton hos olika banker måste en betalning dessutom ske mellan dessa banker. Sådana interbanktransaktioner avvecklas vanligen i *centralbankspengar*, det vill säga genom debitering och kreditering på bankernas konton i Riksbankens betalningssystem RIX.[3]

En deltagare i RIX-systemet kan öka sitt kreditutrymme i betalningssystemet genom att använda värdepapper eller utländsk valuta som säkerhet för intradagskrediter eller leverera in sedlar och mynt till Riksbanken. Intradagskrediten, som är räntefri, kontoförs på RIX-deltagarens lånekonto i systemet. Att krediten är räntefri innebär inte att den är kostnadsfri för deltagaren, eftersom krediten ges mot säkerhet och det finns vissa kostnader förknippade med hanteringen av de värdepapper som används som säkerheter.

Centralbankspengar kan också skapas på Riksbankens initiativ. Riksbanken kan låna ut svenska kronor på längre löptider än under dagen och kan även köpa tillgångar. Till

3 Deltagare i RIX är Riksbanken och Riksgälden samt ett antal kreditinstitut och clearingorganisationer. Avvecklingen i RIX sker enligt principen om bruttoavveckling i realtid. Det innebär att betalningar avvecklas en och en och att de medel som överförs till ett RIX-konto omedelbart blir tillgängliga på kontot och kan användas för andra betalningar.

exempel kan Riksbanken köpa utländsk valuta av RIX-deltagare och betala genom att kreditera dennes RIX-konto med svenska kronor.

RIX är öppet alla svenska bankdagar mellan klockan 07.00 och 17.00. RIX-deltagare som inte har rätt till kredit över natten är skyldiga att reglera utnyttjad intradagskredit senast vid den tidpunkt systemet stänger. Om de inte gör det får de betala en avgift. För övriga deltagare gäller att om de vid stängningen har ett negativt saldo på sitt RIX-konto anses de ha begärt att få kredit under Riksbankens utlåningsfacilitet. Om de i stället har ett positivt saldo på sitt RIX-konto när betalningssystemet stänger anses de ha begärt att få utnyttja Riksbankens inlåningsfacilitet. Kredit respektive inlåning under dessa så kallade stående faciliteter löper från det att RIX stänger till dess systemet öppnar följande bankdag.

Bankerna kan som regel få bättre villkor för krediter respektive inlåning hos varandra jämfört med de villkor som ges i de stående faciliteterna. Det beror på att bankerna i normala fall bedömer att det i stort sett är riskfritt att låna ut till varandra över natten. De använder därför i första hand denna så kallade dagslånemarknad för att låna respektive placera pengar över natten till *dagslåneräntan*. Skulle bankerna däremot bedöma att det finns en risk för att inte få tillbaka pengarna skulle de inte låna ut till varandra. Banker med likviditetsöverskott skulle då placera pengarna i Riksbankens inlåningsfacilitet och därmed hänvisa banker med likviditetsunderskott att låna i Riksbankens utlåningsfacilitet.

HUR STYR RIKSBANKEN DAGSLÅNERÄNTAN?

Det penningpolitiska styrsystemet är utformat så att dagslåneräntan ska kunna styras mot den nivå för reporäntan som Riksbankens direktion har beslutat om. De primära instrumenten för att styra dagslåneräntan består av Riksbankens stående faciliteter, de så kallade in- och utlåningsfaciliteterna, samt de finjusterande transaktionerna.

Stående faciliteter

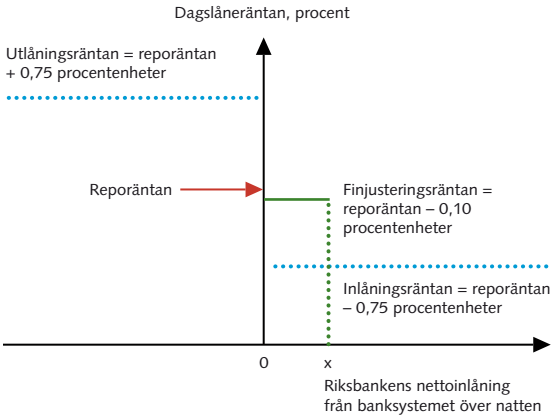
Riksbanken tillhandahåller en inlåningsfacilitet med en *inlåningsränta* som är lika med reporäntan minus 0,75 procentenheter och en utlåningsfacilitet med en *utlåningsränta* som är lika med reporäntan plus 0,75 procentenheter, se figur 1. Vid dagens slut återbetalas automatiskt så stor del av saldot på en banks lånekonto som motsvaras av tillgodohavandet på dess huvudkonto i RIX. Om saldot på en banks lånekonto i RIX visar underskott när betalningssystemet stänger för dagen får banken betala utlåningsräntan på saldobeloppet under natten (det vill säga till nästa bankdag). Om saldot på en banks huvudkonto visar överskott när betalningssystemet stänger får banken tillgodoräkna sig inlåningsräntan på beloppet under natten. Beloppet som kan lånas i utlåningsfaciliteten begränsas av det justerade värdet på de säkerheter banken har lämnat i pant. Det finns ingen gräns för hur mycket en bank får placera i inlåningsfaciliteten.

På grund av de stående faciliteterna kommer en bank aldrig att placera ett överskott på dagslånemarknaden till en ränta som är lägre än inlåningsräntan eller låna till en ränta som är högre än utlåningsräntan. Då blir det förmånligare att låta saldona stå kvar tills RIX stänger.

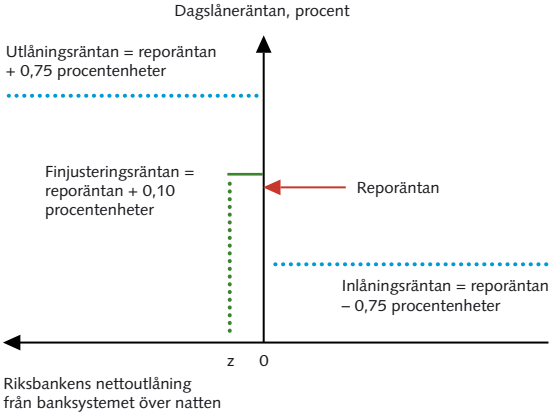
In- och utlåningsräntorna utgör därmed en korridor för dagslåneräntan. Var dagslåneräntan hamnar inom räntekorridoren är en förhandlingsfråga mellan bankerna på dagslånemarknaden.

Figur 1. Riksbankens penningpolitiska styrsystem

Panel A. Banksystemet har likviditetsöverskott gentemot Riksbanken



Panel B. Banksystemet har likviditetsunderskott gentemot Riksbanken

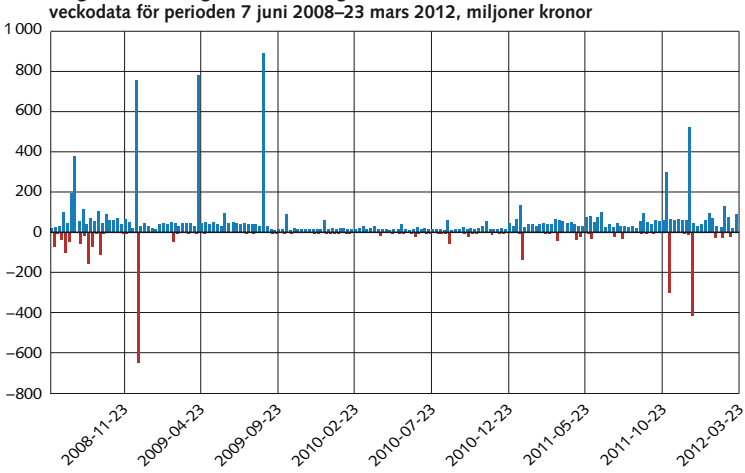


Anm. Panel A visar ett läge där banksystemet vid dagens slut har ett likviditetsöverskott på x miljoner kronor gentemot Riksbanken, medan panel B visar ett läge där banksystemet vid dagens slut har ett likviditetsunderskott på z miljoner kronor gentemot Riksbanken. Det framgår också av figuren att reporäntan är referensränta för Riksbankens övriga styrräntor.

Vid slutet av så gott som varje bankdag finns det några tiotal miljoner kronor kvar i de stående faciliteterna, se diagram 1. Varför når man inte fullständig balans innan RIX stänger? Överskotten består oftast av mindre poster uppdelade på flera banker. Ingen av dessa banker är då särskilt intresserad av att göra en affär på grund av att transaktionskostnaden för affären blir större än ränteintäkten. I vanliga fall är det alltså bara små belopp som hamnar i de stående faciliteterna. Men det finns några undantag som vi kan se i diagram 1. De extrema värden som kan noteras vid ett fåtal tidpunkter i diagrammet beror troligen på misstag i likviditetshanteringen från någon banks sida.

Under den finansiella krisen var det ovanligt att någon bank hade ett underskott vid slutet av dagen eftersom Riksbanken då erbjöd bankerna extra likviditet, vilket också medförde att utlåningsfaciliteten sällan utnyttjades under denna period.

Diagram 1. Inlåning (+) och utlåning (–) i de stående faciliteterna, veckodata för perioden 7 juni 2008–23 mars 2012, miljoner kronor



Källa: Riksbankens veckorapport.

Finjusterande transaktioner

Dagliga finjusterande transaktioner infördes 1995 som ett sätt för Riksbanken att stabilisera dagslåneräntan kring reporäntan och därmed undvika att fluktuationer i dagslåneräntan skulle tolkas av marknadsaktörerna som policysignaler.[4]

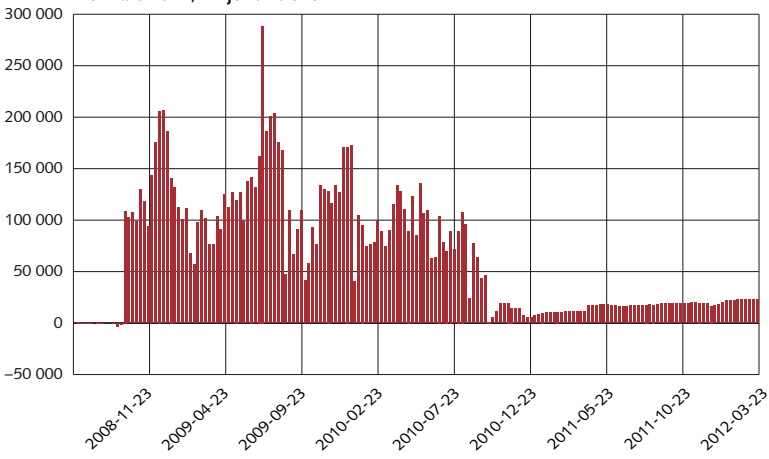
De finjusterande transaktionerna genomförs normalt varje bankdag mellan klockan 16.00 och 16.40.[5] I de finjusterande transaktionerna erbjuder Riksbanken kredit mot säkerhet alternativt inlåning över natten till reporäntan plus/minus 0,10 procentenheter, se figur 1. Om banksystemet som helhet har ett likviditetsunderskott så lånar Riksbanken ut medel, men då inte mer än det belopp som motsvarar banksystemets samlade underskott. Motsvarande gäller om banksystemet som helhet har ett likviditetsöverskott. Riksbanken tar då emot medel, men inte ett större belopp än banksystemets samlade överskott.

Bankerna vet att banksystemets likviditetsposition gentemot Riksbanken kommer att vara i stort sett i balans när Riksbanken har genomfört de finjusterande transaktionerna. Detta innebär att lånebehovet hos de banker som har underskott sammantaget kommer att vara lika stort som överskottet hos de övriga bankerna i systemet. Om en bank med underskott hittar en bank med överskott brukar de vanligen göra en affär till reporäntan eller väldigt nära reporäntan. Att man vet att systemet vid slutet av varje dag kommer att vara i stort sett i balans bidrar enligt bankerna själva till denna prissättningspraxis.

4 Se Holmberg (1996).
5 I och med att alla penningpolitiska motparter sedan den 8 oktober 2008 kan delta i de finjusterande transaktionerna har Riksbanken förlängt tidsperioden för finjusteringarna, vilka tidigare inleddes klockan 16.20.

Innan Riksbanken började tillföra extra likviditet under den finansiella krisen så uppgick de finjusterande transaktionerna till mycket små belopp, se diagram 2. Men från mitten av oktober 2008 var det inte ovanligt att bankerna placerade över 100 miljarder kronor över natten i finjusteringarna, då man inte ville binda upp likviditeten genom att bjuda fullt i emissionerna av riksbankscertifikat med en veckas löptid. Även efter det att Riksbanken slutat tillföra extra likviditet har bankerna föredragit att vara likvida. Sedan slutet av oktober 2010 har intresset för riksbankscertifikaten varit obefintligt och hela likviditetsöverskottet har placerats i de finjusterande transaktionerna.[6]

Diagram 2. Finjusterande transaktioner, veckodata för perioden 7 juni 2008 –23 mars 2012, miljoner kronor



Källa: Riksbankens veckorapport.

Räntekorridorens bredd har varierat

Före den 1 januari 1999 bestämdes in- och utlåningsräntorna av riksbanksfullmäktige. Då kunde riksbankschefen bestämma nivån på reporäntan inom den räntekorridor som framgick av fullmäktiges beslut. På så vis kunde in- och utlåningsräntorna användas för att signalera penningpolitiken på lite längre sikt. Vid sitt sammanträde den 6 december 2000 beslutade direktionen att in- och utlåningsräntornas penningpolitiska signaleringsfunktion skulle avskaffas. I stället skulle in- och utlåningsräntorna ändras när reporäntan ändras, så att reporäntan alltid ligger mitt i räntekorridoren. Den främsta anledningen till förändringen var att marknaden fäster större vikt vid andra sätt, som Riksbanken använder för att signalera den långsiktiga inriktningen på penningpolitiken, till exempel direktionsledamöternas tal.[7]

6 Endast ett undantag har förekommit. I mitten av december 2010 köpte en bank riksbankscertifikat för 500 miljoner kronor.

7 Numera används inte direktionens tal som signaleringsverktyg. I stället publicerar Riksbanken en prognos för reporäntan.

Sedan det nya systemet togs i bruk den 1 juni 1994 har korridorbredden varit 1,50 procentenheter, med endast två undantag:

- Mellan den 11 augusti 1994 och den 12 april 1995 var bredden på korridoren 2,00 procentenheter. Den 11 augusti annonserade Riksbanken att man höjt utlåningsräntan till 8 procent medan man lämnat inlåningsräntan oförändrad på 6 procent. Samtidigt höjdes reporäntan från 6,92 till 7,20 procent.
- När direktionen den 20 april 2009 beslutade att sänka reporäntan till 0,50 procent beslutade man samtidigt att dra samman räntekorridoren från 1,50 till 1,00 procentenheter för att undvika en negativ ränta på inlåningsfaciliteten.[8] Korridorbredden återställdes från och med den 7 juli 2010.

HUR STYR RIKSBANKEN LIKVIDITETEN I BANKSYSTEMET?

Givet att Riksbanken gör de finjusterande transaktionerna till reporäntan plus/minus 0,10 procentenheter kan likviditeten i banksystemet få en viss betydelse för dagslåneräntans nivå. Till exempel pressades dagslåneräntan ned med nästan 0,10 procentenheter när Riksbanken lånade ut stora belopp till bankerna under den finansiella krisen. Det finns två anledningar till detta: för det första kommer det som lånas ut av Riksbanken automatiskt tillbaka som inlåning vid dagens slut, för det andra använder bankerna i stor utsträckning inlåning via Riksbankens finjusterande transaktioner till reporäntan minus 0,10 procentenheter. Därför är det viktigt för Riksbanken att styra likviditeten i banksystemet. Riksbanken gör detta i första hand genom penningpolitiska repor eller emissioner av riksbankscertifikat. Dessa transaktioner görs till reporäntan. Enligt Riksbankens bestämmelser för RIX och penningpolitiska instrument kan Riksbanken även använda sig av valutaswappar eller direkta köp och försäljningar av värdepapper.[9] De olika typerna av transaktioner som Riksbanken använder sig av för att styra likviditeten i banksystemet går under begreppet *öppna marknadsoperationer*.

Penningpolitiska repor och emissioner av riksbankscertifikat

Varje vecka erbjuder sig Riksbanken att låna in pengar från bankerna via en emission av riksbankscertifikat med en veckas löptid. Om banksystemet i stället skulle ha ett likviditetsunderskott, vilket var fallet före oktober 2008, kan Riksbanken låna ut pengar via en penningpolitisk repa. Repoförfarandet innebär att Riksbanken köper godtagbara värdepapper av en penningpolitisk motpart samtidigt som denne förbinder sig att återköpa likvärdiga värdepapper för ett visst bestämt pris en vecka senare. Skillnaden mellan priset på såväl repan som certifikatet vid försäljning respektive återköp bestäms av Riksbankens reporänta.

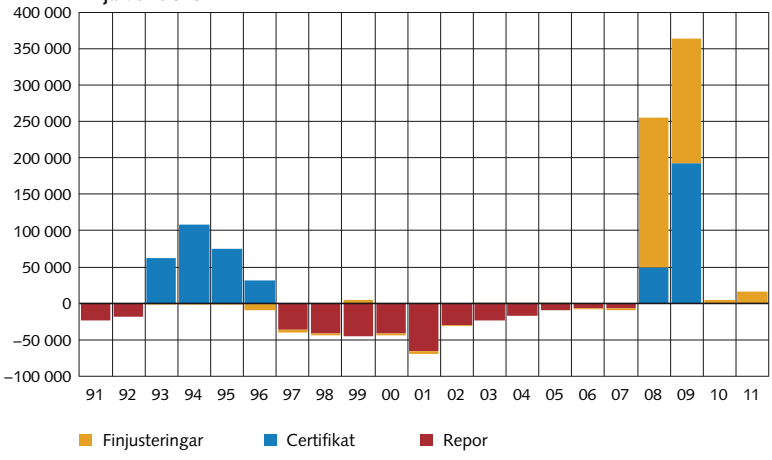
8 När reporäntan sänktes till 0,25 procent från den 8 juli 2009 bibehölls dock korridorbredden och inlåningsräntan blev därmed –0,25 procent. I diagram 1 kan vi se att beloppen på inlåningsfaciliteten är ovanligt låga under det följande året när inlåningsräntan var negativ.

9 Sveriges riksbank, Villkor för RIX och penningpolitiska instrument.

Löptiden och frekvensen på de veckovisa operationerna valdes därför att Riksbanken ville ha möjlighet att ändra reporäntan varje vecka.[10] Detta ändrades i och med att direktionen från och med oktober 1999 normalt sett fattar beslut om styrräntorna endast vid de särskilda penningpolitiska mötena, som hålls med 6–8 veckors mellanrum. Därmed upphörde det nära sambandet mellan räntebesluten och de veckovisa marknadsoperationerna.

Under hela perioden 1997–2007 hade banksystemet ett likviditetsunderskott. Riksbanken använde sig då av veckovisa repor med en veckas löptid för att förse banksystemet med likviditet, se diagram 3. Under sommaren 2008 var storleken på reporna så små att man riskerade att omväxlande få tillföra eller dränera banksystemet på likviditet i de veckovisa operationerna. Det skulle ha gjort likviditetshanteringen mer komplicerad för de penningpolitiska motparterna. För att kunna fortsätta med de penningpolitiska reporna genomförde då Riksbanken en strukturell transaktion i utländsk valuta. Från och med den 8 september 2008 sålde Riksbanken utländsk valuta och köpte kronor till ett värde av 5 miljarder kronor så att banksystemet även fortsättningsvis skulle ha ett underskott. Avsikten var att sedan börja emittera riksbankscertifikat när banksystemet stadigvarande skulle hamna i ett läge med likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. Detta kom att ske snabbare än man hade tänkt sig.

Diagram 3. Banksystemets likviditetsöverskott den 31 december 1991–2011, miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Likviditetsstyrning under den finansiella krisen

I oktober 2008 var det uppenbart att den internationella finansiella oron även påverkade finansmarknaderna i Sverige. Marknaderna för långfristiga krediter fungerade allt sämre. I det läget lanserade Riksbanken en lånefacilitet i svenska kronor för att öka tillgången på krediter med längre löptider. I en första auktion för lån med tre månaders löptid den 6

10 Se Mitlid och Vesterlund (2001).

oktober lånade bankerna 100 miljarder kronor. I ett slag omvandlades banksystemets likviditetsunderskott i Riksbanken till ett likviditetsöverskott.

Till att börja med lånade Riksbanken in likviditetsöverskottet via de dagliga finjusteringarna. För att få ned storleken på finjusteringarna började Riksbanken den 14 oktober att emittera riksbankscertifikat med en veckas löptid. Senare, under perioden den 1 juni – den 13 oktober 2010, erbjöds bankerna även varje vecka riksbankscertifikat med längre löptid än en vecka. Dessa certifikat hade förfall i samband med närmast planerat penningpolitiskt möte.

Under krisen erbjöd Riksbanken även lån i amerikanska dollar till de svenska bankerna. Orsaken var den ansträngda situationen på marknaderna för kortfristig upplåning i amerikanska dollar som följde efter Lehman Brothers konkursansökan i september 2008. Denna utlåning var möjlig tack vare att den amerikanska centralbanken Federal Reserve ingått en överenskommelse med ett flertal centralbanker, däribland Sveriges riksbank, om att låna ut amerikanska dollar till dessa. Den 1 oktober 2008 lånade Riksbanken ut 7 miljarder dollar på en månad i en första auktion.[11] Detta följdes av ytterligare 14 lån med en och tre månaders löptid. Det sista lånet lämnades i augusti 2009. I auktionerna erbjöd Riksbanken typiskt sett 10 miljarder dollar (förutom två mindre lån på 7 respektive 5 miljarder dollar). De sista lånen blev långt ifrån fulltecknade i och med att situationen på marknaden normaliserats. Därmed fasades utlåningsfaciliteten i amerikanska dollar ut.

Banksystemets strukturella likviditetsposition

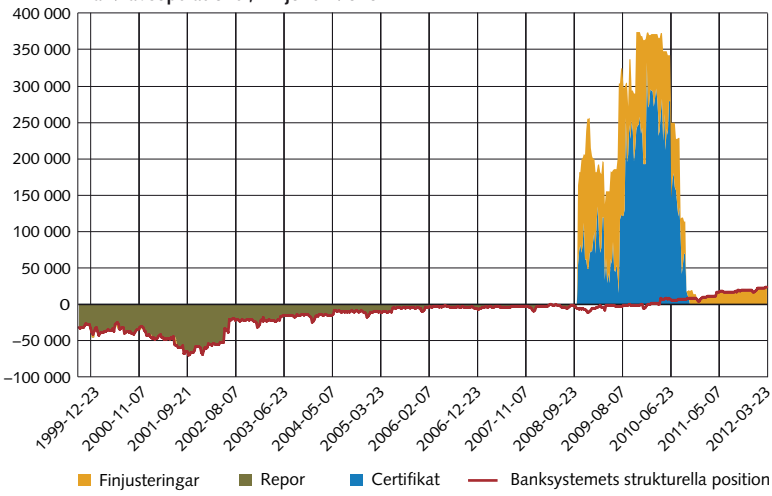
Av diagram 4 framgår det att banksystemet fortsätter att ha ett likviditetsöverskott även efter det att de extraorinära åtgärderna i form av lån till bankerna förfallit. Banksystemet har med andra ord gått från att ha ett strukturellt likviditetsunderskott till att ha ett strukturellt likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. Hur har det gått till? För att svara på den frågan får vi gå tillbaka ett decennium.

Vi kan se i diagram 4 att storleken på de penningpolitiska reporna sedan 2001 minskar över tiden och att trenden medför att banksystemets strukturella likviditetsposition byter tecken under den finansiella krisen. Vad beror trenden på?

Om andra poster på tillgångssidan än de penningpolitiska transaktionerna ökar (till exempel genom köp av utländska eller inhemska tillgångar med likvid i kronor) får banksystemet ett större överskott (alternativt mindre underskott) mot Riksbanken. Om andra poster på skuldsidan än de penningpolitiska transaktionerna ökar får banksystemet ett större underskott (alternativt mindre överskott). Vilka är då posterna som har drivit banksystemet mot ett överskott?

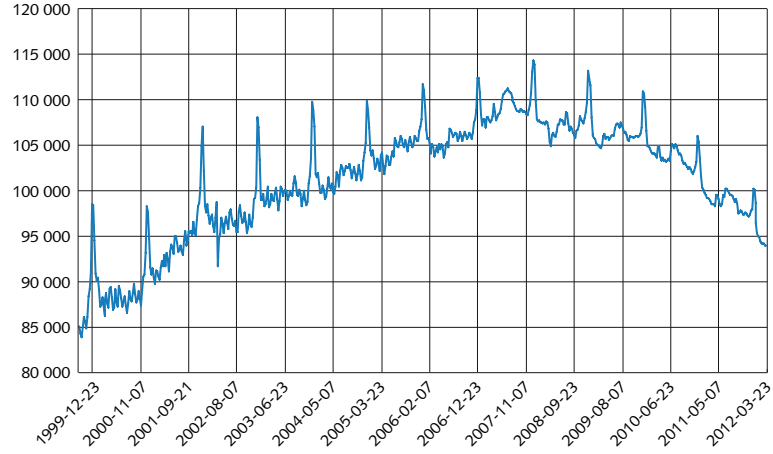
11 Detta första lån i amerikanska dollar finansierades dock via Riksbankens valutareserv.

Diagram 4. Banksystemets strukturella likviditetsposition och Riksbankens öppna marknadsoperationer, miljoner kronor



Källa: Riksbankens veckorapport.

Diagram 5. Allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt, miljoner kronor



Anm. Allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt illustreras i diagrammet med hjälp av utvecklingen i posten Utelöpande sedlar och mynt i Riksbankens balansräkning.

Källa: Riksbankens veckorapport.

Riksbankens årliga inbetalning av vinstmedel till statskassan har haft störst betydelse för utvecklingen av banksystemets strukturella position.[12] Varje år betalas en del av Riksbankens vinst in till statskassan.[13] Det går till så att Riksbanken krediterar Riksgäldens konto

12 Se Nessén, Sellin och Åsberg Sommar (2011) för en utförligare diskussion.
13 En detaljerad beskrivning av metoden för beräkning av den årliga vinstutbetalningen ges i Gardholm och Gerwin (2011).

i RIX med ett belopp motsvarande vinstutbetalningen. Riksgälden placerar pengarna hos en affärsbank eftersom Riksbanken inte betalar någon ränta på Riksgäldens konto. I och med detta ökar banksystemets strukturella likviditetsöverskott. Pengarna för vinstutbetalningen påverkar alltså storleken på de öppna marknadsoperationerna. Det är den huvudsakliga förklaringen till att volymen av penningpolitiska repor sedan 2001 har minskat och att det i dag råder likviditetsöverskott i banksystemet.

En ytterligare faktor som bidragit till att banksystemet har ett strukturellt överskott gentemot Riksbanken är att allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt har minskat, se diagram 5. Vi kan se att efterfrågan på sedlar och mynt fram till 2007 trendmässigt ökat för att därefter börja minska. När allmänheten efterfrågar mindre sedlar och mynt levererar bankerna in mer sedlar och mynt till Riksbanken och bankernas konton i RIX krediteras. Bankernas likviditetsöverskott gentemot Riksbanken blir då större och deras inlåning till Riksbanken, till exempel via finjusteringarna, ökar.

Hur bestäms storleken på de veckovisa operationerna?

Emissionsvolymen för riksbankscertifikaten (eller tidigare storleken på repan) beräknas med hjälp av en prognos över banksystemets likviditetsöverskott (eller tidigare underskott) för den kommande veckan. Tabell 1 visar hur man kan beräkna överskottet utifrån posterna i Riksbankens balansräkning. Exemplet utgår från balansräkningen den 31 augusti 2011. Banksystemets överskott denna dag beräknades till 17 571 miljoner kronor. Riksbanken erbjöd då en emissionsvolym om 17 600 miljoner kronor, men inga bud inkom i auktionen eftersom bankerna numera hellre använder sig av de finjusterande transaktionerna då de vill ha likviditet tillgänglig på daglig basis. Riksbanken tog i stället emot 17 539 miljoner kronor av överskottet i finjusterande transaktioner. Resterande 32 miljoner placerades i inlåningsfaciliteten.

Tabell 1. Banksystemets likviditetsöverskott den 31 augusti 2011

	MILJONER KRONOR
Guld- och valutareserv	324 172
Övriga tillgångar	4 084
Utelöpande sedlar och mynt	–99 082
Övriga skulder	–144 826
Eget kapital	–66 777
Banksystemets överskott	**17 571**

Det som framför allt behöver prognostiseras för att få fram emissionsvolymen är allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt. Denna post brukar regelmässigt öka vid löneutbetalningar, inför julhandeln och i samband med semestrarna. På grund av dessa kalenderbaserade regelbundenheter bygger prognoserna på information från motsvarande vecka föregående år. Diskrepanser mellan likviditetsprognosen och de faktiska dagliga överskotten (eller underskotten) tillgodoses genom de dagliga finjusterande transaktionerna.

Om bankerna den 31 augusti 2011 hade lämnat anbud på hela emissionsvolymen om 17 600 miljoner kronor så hade banksystemets likviditetsposition gentemot Riksbanken varit i stort sett i balans under den aktuella veckan. Dagliga förändringar i allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt skulle då sannolikt ha lett till att banksystemet vissa dagar skulle ha haft ett underskott och andra dagar ett överskott vid slutet av dagen. Vid underskott skulle Riksbanken ha lånat ut pengar i de finjusterande transaktionerna, medan man i stället skulle ha lånat in pengar de dagar banksystemet haft ett överskott.

Emissionen av riksbankscertifikat tillkännages genom att Riksbanken begär in anbud till fast ränta (volymanbud). Villkoren för emissionen (alternativt repan) annonseras varje tisdag klockan 09.30 och omfattar typ av operation (indragning av likviditet via emission av certifikat eller tillförsel av likviditet via repa), löptid (vanligen en vecka), gällande räntesats (aktuell reporänta) samt lägsta och högsta anbudsvolym (i exemplet 1 miljon kronor respektive den totala emissionsvolymen den 31 augusti 2011). Anbudstiden går ut klockan 10.00. Därefter beräknas tilldelningen som tillkännages klockan 10.15. Om summan av anbuden överstiger storleken på emissionen (eller repan) tillgodoses anbuden proportionerligt enligt kvoten mellan det belopp som ska fördelas och summan av anbuden. Likviddag är dagen efter annonseringen, vilket innebär att certifikatet (repan) vanligen kommer att löpa från onsdag till onsdag.

Valutaswappar

I stället för att dra in likviditet från banksystemet genom att emittera riksbankscertifikat skulle Riksbanken kunna använda sig av valutaswappar. Om Riksbanken vill dra in likviditet genom att använda valutaswappar säljer man utländsk valuta avista mot svenska kronor samtidigt som man gör den omvända transaktionen på termin (vanligen från en vecka upp till tre månader). Riksbanken och motparten kommer då överens om avistakurs och terminskurs till vilken affären ska genomföras. Genom denna transaktion drar Riksbanken in svenska kronor från banksystemet under den period som swapavtalet löper. Den utländska valutan tas från valutareserven. Om Riksbanken i stället vill tillföra likviditet säljer man svenska kronor avista mot utländsk valuta samtidigt som man gör den omvända transaktionen på termin.

Till skillnad från vad som händer när Riksbanken använder penningpolitiska repor eller emitterar riksbankscertifikat så genomförs öppna marknadsoperationer med valutaswappar vanligen genom ett bilateralt förfarande. Detta innebär att Riksbanken utför en transaktion med en eller flera valutapolitiska motparter utan något anbudsförfarande.

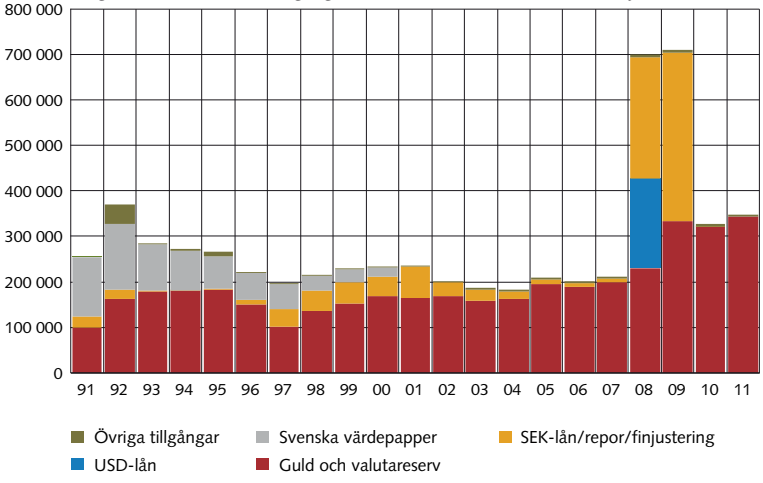
Köp eller försäljningar av värdepapper

Riksbanken kan även köpa eller sälja värdepapper på marknaden för att påverka det finansiella systemets strukturella låne- eller placeringsbehov gentemot Riksbanken. Riksbanken har dock under de senaste åren inte använt sig av den här sortens marknadsoperationer.

Riksbankens portfölj av svenska värdepapper avvecklades under 2001, vilket framgår av diagram 6. Redan 1998 meddelade Riksbanken att man avsåg att minska sitt innehav av statspapper med 20 miljarder kronor. Orsaken var att Riksbankens inhemska värdepappersportfölj inte längre ansågs fylla någon penningpolitisk funktion.[14] I slutet av 1990-talet användes portföljen främst i marknadsvårdande syfte, vilket innebar att Riksbanken tillhandahöll en repofacilitet i svenska papper åt marknadsaktörerna. Riksbanken lånade på detta sätt ut svenska värdepapper som var eftertraktade på marknaden.

I november 1999 fattades beslut om att den marknadsvårdande repofaciliteten skulle övergå till Riksgälden. Det var då frågan väcktes om det fanns något kvarvarande motiv till att Riksbanken skulle inneha en portfölj av inhemska värdepapper som vid denna tidpunkt huvudsakligen bestod av statsobligationer (Riksbanken hade även ett mindre innehav av statsskuldväxlar och bostadsobligationer, men dessa förföll under 2000). Man kom fram till att så inte var fallet. Fullmäktige gjorde bedömningen att Riksbankens egna kapital kunde minskas med 20 miljarder kronor. Den 17 maj 2001 beslutade därför riksdagen att Riksbanken skulle göra en extraordinär inleverans av vinstmedel till statskassan. Som inleverans överförde Riksbanken den 13 juni sin återstående portfölj av svenska statsobligationer till ett värde av 20 miljarder kronor till Riksgäldskontoret.

Diagram 6. Riksbankens tillgångar den 31 december 1991–2011, miljarder kronor



Anm. Guld rapporteras till marknadsvärde från och med 1995.
Källa: Riksbanken.

Riksbankens motparter och säkerheter

I det föregående har vi beskrivit hur Riksbanken kan styra dagslåneräntan och likviditeten i banksystemet genom att genomföra olika slags transaktioner med sina motparter på penning- och valutamarknaden. Men hur väljer man ut kretsen av motparter? I denna del

14 Portföljens nominella värde var vid denna tidpunkt 47 miljarder kronor. För mer information se Riksbankens pressmeddelande nr 11, den 9 mars 1998.

försöker vi ge en överskådlig beskrivning av olika motpartskategorier och de värdepapper dessa använder som säkerhet för krediter från Riksbanken och i de penningpolitiska reporna.

MOTPARTER

Vilka motparter behöver Riksbanken? Eftersom det operationella målet i det penningpolitiska styrsystemet är att stabilisera dagslåneräntan verkar det naturligt att de aktörer som har behov av att agera aktivt på dagslånemarknaden ingår bland Riksbankens motparter. Så är också fallet. Vid friktioner på marknaden för kort likviditet kan det vara önskvärt för Riksbanken att ha ett stort antal motparter så att man effektivt kan genomföra likviditetsstödjande åtgärder i form av lån till de marknadsaktörer som behöver sådana. Men i normala fall finns det på den svenska marknaden endast ett fåtal stora aktörer för vilka det är motiverat att bära kostnaderna för att vara motpart.[15] Olika motparter har olika förutsättningar för samt behov och intressen av att vara motpart till Riksbanken och det finns därför olika kategorier av motparter.

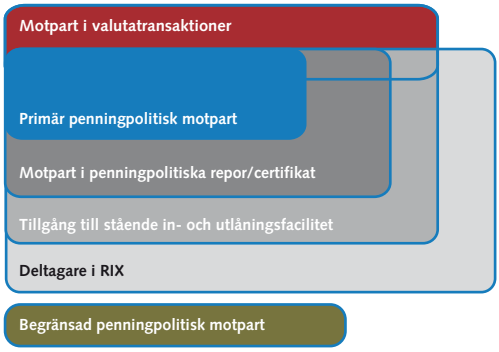
I figur 2 ger vi en schematisk bild av hur de olika kategorierna av motparter kan överlappa varandra. En *primär penningpolitisk motpart* är motpart i finjusterande transaktioner, i penningpolitiska repor/certifikat, har tillgång till de stående faciliteterna samt är RIX-deltagare.[16] En *motpart i penningpolitiska repor/certifikat* är en RIX-deltagare som, till skillnad från en primär penningpolitisk motpart, inte är motpart i finjusterande transaktioner. Under den finansiella krisen fick dessa institut dock också tillgång till de finjusterande transaktionerna och har det fortfarande i dag. Det finns även en kategori motparter som är RIX-deltagare och har *tillgång till de stående faciliteterna*. Dessutom finns det *RIX-deltagare* som inte har tillgång till vare sig Riksbankens faciliteter eller marknadsoperationer. En *motpart i valutatransaktioner* kan även tillhöra någon av motpartskategorierna ovan, men kan lika gärna vara ett institut som inte ens är deltagare i RIX.

Under våren 2009 infördes motpartskategorin *begränsad penningpolitisk motpart* för att underlätta finansieringen för de kreditinstitut som inte var penningpolitiska motparter till Riksbanken. De skulle i och för sig ha kunnat ansöka om att bli penningpolitiska motparter. Men Riksbanken bedömde att det inte var önskvärt att utöka deltagarkretsen i RIX med institut som inte har ett naturligt behov av att delta i betalningssystemet eftersom det skulle kunna innebära ökade operativa risker i systemet. Ett kreditinstitut med säte i Sverige kan i stället ansöka om att bli begränsad penningpolitisk motpart. Riksbanken beslutar då i särskild ordning vilka operationer som en begränsad penningpolitisk motpart har rätt att delta i. Eftersom Riksbanken för närvarande inte har någon extraordinär utlåning finns det ingen anledning för något institut att nu ansöka om att bli begränsad penningpolitisk motpart.

15 Motparternas kostnader består av kostnader för att ha nödvändiga system på plats och personal för att hantera dessa samt en avgift för att vara deltagare i RIX.

16 De primära penningpolitiska motparterna utgör en begränsad krets bestående av de största bankerna: Danske Bank, SEB, Svenska Handelsbanken och Swedbank AB. En aktuell lista över vilka som är RIX-deltagare och motparter finns på Riksbankens hemsida www.riksbank.se.

Figur 2. Olika kategorier av motparter



Penningpolitiska motparter måste vara deltagare i RIX. Skälet till denna koppling är att Riksbanken ansett att den som erhåller fördelar med att delta i genomförandet av penningpolitiken även ska vara med och bidra till ett väl fungerande betalningssystem.

Deltagare i RIX har dels ett huvudkonto i Riksbanken, på vilket man bokför tillgodohavanden, dels ett lånekonto, på vilket man bokför krediter.[17] En RIX-deltagare kan beviljas intradagskredit mot säkerhet enligt grundprincipen som säger att den som deltar i RIX också har tillgång till intradagskredit.

Bland RIX-deltagarna finns även clearinginstitut.[18] Det kan tyckas att ett clearinginstitut inte skulle ha något behov av intradagskredit eftersom det endast förmedlar betalningar mellan andra institut. Men effektiviteten i betalningssystemet blir högre om ett betalningsskyldigt institut själv kan utföra sina betalningar och införandet av en funktion som central motpart kan underlättas utan att man skapar ytterligare koncentration till ett antal likvidbanker. Därför ger Riksbanken tillgång till intradagskredit även till clearingorganisationer.

Endast kreditinstitut kan vara *motpart i valutatransaktioner.* Till skillnad mot de penningpolitiska motparterna behöver en motpart i valutatransaktioner inte vara deltagare i RIX.

SÄKERHETER

Enligt riksbankslagen får Riksbanken ge krediter i penningpolitiskt syfte, men dessa måste ges mot betryggande säkerheter. I december 1999 beslutade direktionen att genomföra vissa förändringar av säkerhetshanteringen. Målsättningen var att skapa en flexiblare hållning när det gäller vilka värdepapper som Riksbanken accepterar som säkerheter för krediter. Man ville även harmonisera Riksbankens regler med Eurosystemet vad gäller

17 En deltagare kan även ha ett likvidavvecklingskonto och ett centralbankskreditkonto i Riksbanken. Dessa konton ska underlätta värdepappersavvecklingen i Euroclear Sweden och administreras därför av detta clearinginstitut. Det finns dessutom fem så kallade LOM-konton med speciella verkställighetsprocesser som motparten kan välja att delta i. Se Bilaga H3 till Villkor för RIX och penningpolitiska instrument.

18 Ett clearinginstitut förmedlar betalningar mellan dess medlemmar (eller deras kunder) och fungerar som en central motpart gentemot en medlem (eller dess kund). Följande clearingorganisationer är deltagare i RIX: Bankgirocentralen, CLS Bank, EMCF, Euroclear Sweden och Nasdaq OMX.

värdering och riskkontroll av säkerheter. De delar av Riksbankens bestämmelser för RIX och penningpolitiska instrument som berör säkerheter följer därför i stora drag de principer som finns inom Eurosystemet.[19]

Riksbanken prövar sedan dess rutinmässigt om värdepapper som ges ut av svenska staten och av svenska bostadsinstitut ska godkännas som säkerheter. För prövning av värdepapper som har getts ut av andra emittenter än staten och bostadsinstituten tillämpar Riksbanken ett ansökningsförfarande. En motpart kan skicka en förfrågan till Riksbanken om ett visst värdepapper kan godkännas som säkerhet.

Som ett led i hanteringen av den finansiella oron 2007–2008 utvidgade Riksbanken mängden av skuldförbindelser som är godtagbara som säkerheter, vilket skulle möjliggöra en större utlåning från Riksbanken. Den 13 december 2007 beslutade Riksbanken att acceptera säkerställda obligationer som emitterats av motparten själv eller av ett till motparten närstående institut som säkerhet för kredit i RIX eller inom ramen för det penningpolitiska styrsystemet. Man bedömde då att säkerställda obligationer har så pass låg risk att de kan accepteras som säkerhet, även om de har emitterats av motparten själv eller av ett närstående institut. Samtidigt ville Riksbanken eftersträva en diversifiering av de värdepapper som en motpart lämnat som säkerhet. Därför bestämde man sig för att begränsa andelen av motpartens säkerheter som får vara emitterade av en och samma motpart eller grupp av närstående motparter till högst 25 procent av det totala värdet av de säkerheter som ställts av motparten.

I samband med att den finansiella krisen bröt ut beslutade Riksbanken den 22 september 2008 att ändra den ovan nämnda begränsningsregeln från 25 procent till 75 procent.[20] En sådan förändring bedömdes ha en positiv effekt på penning- och obligationsmarknadens funktionssätt samtidigt som den inte nämnvärt skulle öka Riksbankens kreditrisk. Den 8 oktober 2008 togs begränsningen bort i sin helhet.

Behöver det penningpolitiska styrsystemet förändras?

Som ett led i översynen av Riksbankens penningpolitiska styrsystem har vi även studerat och jämfört andra centralbankers styrsystem med Riksbankens. Även om vi inom ramen för denna artikel inte har utrymme för att i detalj presentera resultaten av detta arbete, kan vi konstatera att Riksbankens styrsystem i en internationell jämförelse kan anses vara förhållandevis enkelt, transparent och effektivt. Det är därför viktigt att man i det framtida arbetet med att utveckla styrsystemet alltid noga väger de fördelar man söker uppnå mot nackdelar som kan leda till att styrsystemet exempelvis blir onödigt komplicerat, mindre transparent och mindre effektivt.

19 Det finns dock väsentliga skillnader. Riksbanken accepterar inte banklån och inte heller värdepapper emitterade av bank eller utländskt kreditinstitut med hemvist i samma land som den pantsättande motparten. Riksbanken gör även ett extra värderingsavdrag för egna säkerställda obligationer och har högre värderingsavdrag för värdepapper utan kontinuerlig offentlig prissättning. Ett remitterat förslag till förändringar i dessa bestämmelser vad gäller säkerheter, som avses träda i kraft under 2012, redovisas i Sveriges riksbank (2011).

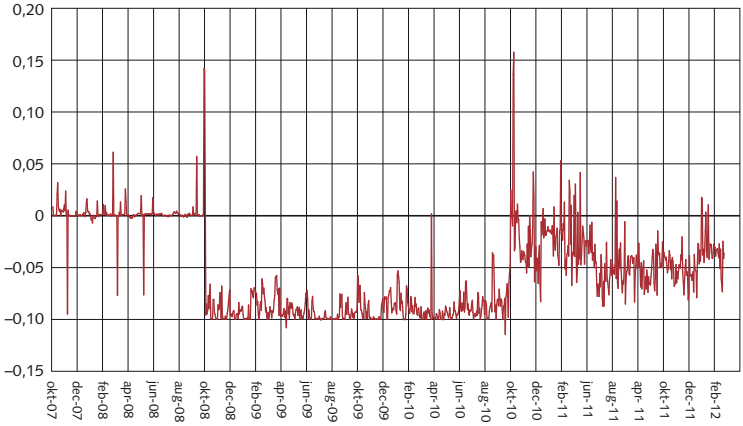
20 Se Riksbankens beslutsunderlag Dnr 2008-728-KAP.

Med detta i åtanke kommer vi i denna del att diskutera frågan om styrsystemet är uppbyggt på ett sådant sätt att Riksbanken har tillräcklig beredskap i termer av kompetens, marknadsnärvaro och lämpliga instrument för att kunna hantera störningar i det finansiella systemet på ett effektivt sätt. Först ska vi dock fokusera på den mer konkreta frågan om hur väl styrsystemet uppfyller sin uppgift att stabilisera dagslåneräntan kring den reporänta som direktionen signalerar.

I översynen har vi kommit fram till att det penningpolitiska styrsystemet i Sverige har mycket bra förmåga att stabilisera dagslåneräntan såväl under normala förhållanden på de finansiella marknaderna som under tider av finansiell kris. Av diagram 7 framgår att dagslåneräntan under hela perioden från oktober 2007 till och med december 2010 i stort sett höll sig inom ett intervall på högst 0,10 procentenheters avvikelser över respektive under reporäntan. Från det att Riksbanken i oktober 2008 påbörjade sina extraordinära åtgärder i form av långfristig utlåning till banksystemet fram till dess att de extraordinära åtgärderna upphörde i oktober 2010 pressades dagslåneräntan ned till räntan för inlåning i Riksbanken över natten via finjusteringar. Det innebar att dagslåneräntan låg 0,10 procentenheter under reporäntan. I och med att banksystemet hade möjligheten att placera sitt likviditetsöverskott i finjusteringarna begränsades pressen nedåt på dagslåneräntan till som mest 0,10 procentenheter under reporäntan.

Till skillnad från flertalet andra centralbanker uttalar sig Riksbanken inte explicit om ett mål för nivån på *dagslåneräntan*, trots att dagslåneräntan utgör det operationella målet för Riksbankens penningpolitik. I stället fastställer Riksbanken att *reporäntan*, som är den viktigaste referensräntan för Riksbankens penningpolitiska operationer och stående faciliteter, kommer att ligga på en viss nivå. Detta förhållande kan skapa oklarhet om vilken ränta Riksbanken egentligen försöker styra. Det finns alltså utrymme för att förbättra tydligheten i styrsystemet genom att Riksbanken börjar signalera en önskad nivå för dagslåneräntan utan att blanda in reporäntan. På så sätt kan transparensen i styrsystemet öka ytterligare utan att man behöver förändra systemet på ett genomgripande sätt.

Diagram 7. Dagslåneräntans avvikelse från reporäntan, procentenheter



Källa: Eklund och Åsberg Sommar (2011).

Under den senaste finansiella krisen genomförde Riksbanken en rad extraordinära krisåtgärder utan att behöva göra några genomgripande förändringar av styrsystemet.

Krisåtgärderna innebar i grova drag att Riksbanken:

- lånade ut svenska kronor till bankerna på längre löptider
- lånade ut amerikanska dollar till bankerna på en och tre månaders löptid
- beslutade att tillåta fler typer och utvidga omfattningen av värdepapper som kunde godtas som säkerhet för krediter från Riksbanken
- utökade antalet motparter som tilläts delta i de finjusterande transaktionerna
- införde en ny kategori motparter som benämndes begränsade penningpolitiska motparter.

Motsvarande åtgärder vidtogs ungefär samtidigt av andra centralbanker. Till skillnad från flera andra centralbanker köpte dock Riksbanken inte några värdepapper. Därför var Riksbankens åtgärder enkla att avveckla när de inte längre behövdes.

Vi kan konstatera att Riksbanken lyckades hantera krisen väl med dessa relativt begränsade åtgärder. Men det betyder inte att nästa kris kan hanteras på samma sätt. Därför finns det anledning att fundera över om det finns anledning att förbättra styrsystemets beredskap för att hantera framtida kriser och hur det i så fall behöver gå till. I vårt översynsarbete har vi identifierat några områden där det finns utrymme för förbättringar.

För det första saknar Riksbanken en mekanism vid sidan av de stående in- och utlåningsfaciliteterna och finjusteringarna för att hantera eventuella friktioner på interbankmarknaden som uppstår till följd av att likviditeten fördelas ojämnt mellan bankerna. Sådana friktioner förstärks av att bankerna i samband med finanskrisen har infört en begränsning som gör att en enskild bank inte får ha ett underskott som överstiger 10 miljarder kronor vid slutet av dagen. Den här begränsningen har lett till att bankerna numera försöker undvika underskott på dagslånemarknaden genom att tillgodose sitt likviditetsbehov en dag

tidigare, det vill säga genom lån som löper från i morgon till dagen därpå (vi kallar denna löptid T/N från det engelska uttrycket Tomorrow/Next).

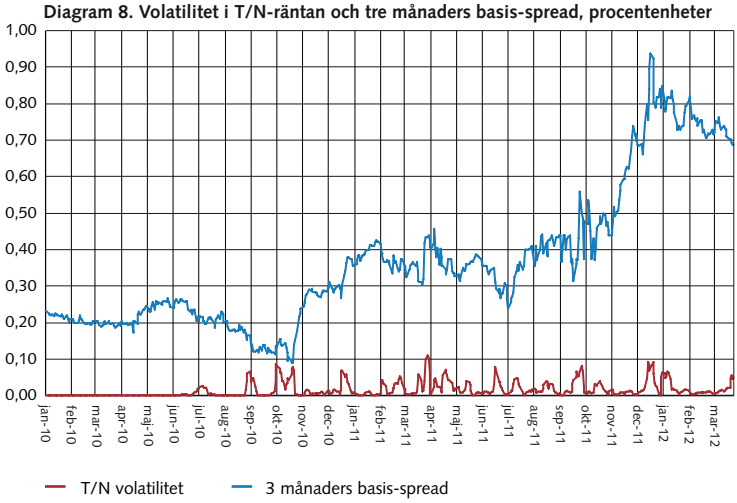
Styrsystemet bygger ytterst på att bankerna inser att alla tjänar på att jämna ut likviditeten sinsemellan till en ränta nära reporäntan vid slutet av dagen. En bank som ena dagen har ett likviditetsöverskott kan nästa dag behöva låna av andra banker för att täcka ett underskott och därför tjänar alla banker på att utjämna likviditeten friktionsfritt vid slutet av dagen. En svaghet med detta förfarande är dock att det öppnar upp möjligheten för enskilda banker att missbruka systemet och att ägna sig åt strategiska spel. Av strategiska skäl kan enskilda banker vägra att samarbeta. Då tvingas banker med underskott att låna över natten i utlåningsfaciliteten till en straffränta. Konsekvensen av sådana friktioner i likviditetsutjämningen mellan bankerna är en onödig volatilitet i dagslåneräntan.

Det är dessutom svårt att minska friktioner på interbankmarknaden eftersom bankerna inte lånar ut till varandra utan säkerhet om det finns motpartsrisker i deras transaktioner. De skulle dock kunna låna ut till varandra mot säkerheter avsedda för intradagskrediter över natten som de har deponerat i Riksbanken. För närvarande kan dock bankerna av administrativa skäl inte utnyttja de deponerade säkerheterna i det syftet.

För det andra saknar Riksbanken ramverk för att styra räntan för löptiden T/N. Anledningen till att vi i detta sammanhang lyfter fram denna ränta är att räntederivat i Sverige till skillnad från i många andra länder är baserade just på T/N-räntan och inte på dagslåneräntan. Det innebär att T/N-räntans utveckling har en direkt koppling även till andra räntеinstrument och räntebildningen i dessa delmarknader.

Som vi tidigare konstaterat utgör en stabil dagslåneränta ett nödvändigt men inte tillräckligt ankare för att stabilisera räntebildningen på längre löptider. Räntan på marknaden för löptiden T/N låg tidigare fast förankrad på 0,10 procentenheter över dagslåneräntan. I samband med att Riksbankens extraordinära åtgärder i form av långfristig utlåning upphörde i oktober 2010 blev volatiliteten på T/N-marknaden hög samtidigt som tremånadersräntan steg i förhållande till dagslåneräntan, se diagram 8. Det indikerar att den penningpolitiska transmissionsmekanismen har börjat fungera sämre. Det verkar inte heller vara tillräckligt att dagslåneräntan håller sig inom ett snävt intervall runt reporäntan för att penningpolitiken ska anses vara genomförd på ett effektivt sätt.

Diagram 8. Volatilitet i T/N-räntan och tre månaders basis-spread, procentenheter



Anm. Volatiliteten är beräknad som standardavvikelsen för T/N-räntans avvikelse från reporäntan beräknad med ett fem dagars rullande fönster. Basis-spread är beräknad som tre månaders interbankränta minus tre månaders STINA-räntan, som är den genomsnittliga T/N-räntan under en tremånadersperiod. Den avspeglar risken för lån med tre månaders löptid på interbankmarknaden.

För det tredje har avdelningen för penningpolitik på Riksbanken ingen portfölj av inhemska tillgångar och därmed inte heller system och rutiner som är anpassade för direkta köp av svenska värdepapper. Det kan därför bli en lång startsträcka för Riksbanken att vid behov bedriva okonventionell penningpolitik genom kvantitativa lättnader.[21] När Riksbankens portfölj av svenska värdepapper avvecklades under 2000 ansåg man att en inhemsk portfölj inte fyller någon penningpolitisk funktion. Denna slutsats bygger dock på premissen att marknaderna är effektiva, vilket medför att centralbankers interventioner inte har någon långsiktig påverkan på räntebildningen. Den finansiella oron och krisen under åren 2007–2010 har emellertid visat att man inte kan förutsätta att marknaderna alltid fungerar effektivt. Dessutom har vi sett att de korta räntorna i en krissituation kan komma att hamna nära noll. Om man i ett sådant läge vill stimulera ekonomin ytterligare är ett alternativ att direkt påverka de längre räntorna genom köp av obligationer på marknaden. Det är mycket ovanligt att en centralbank inte har en portfölj med tillgångar i den egna valutan. Andra centralbanker handlar rutinmässigt med obligationer i den egna valutan och kan därmed med mycket kort varsel vidta åtgärder för att direkt påverka räntorna på inhemska obligationer i ett läge där detta blir nödvändigt.[22]

Slutligen införde Riksbanken motpartskategorin *begränsad penningpolitisk motpart* under våren 2009 för att underlätta finansieringen för de kreditinstitut som inte var penningpolitiska motparter till Riksbanken. Det var dock endast ett fåtal institut som valde att

21 Kvantitativa lättnader innebär att centralbanken köper tillgångar och finansierar dessa köp genom att öka bankernas reserver i centralbanken. Syftet med en sådan åtgärd är att pressa ner räntorna på längre löptider.

22 Den 12 maj 2012 fattade Riksbankens direktion beslut om att upprätta en värdepappersportfölj på 10 miljarder kronor.

utnyttja denna möjlighet. Likväl har Riksbanken i och med detta en infrastruktur på plats för att snabbt kunna låna ut pengar till en utökad motpartskrets i en krissituation.

Avslutande kommentarer

I den här artikeln har vi presenterat en lägesrapport från Riksbankens arbete med en utvärdering av det penningpolitiska styrsystemet. Arbetet påbörjades våren 2008 men den finansiella kris som bröt ut i september samma år har lett till nya lärdomar om hur systemet fungerar under ändrade förhållanden. Samtidigt pågår arbete med regleringar av den finansiella sektorn som kan få konsekvenser för utformningen av det penningpolitiska styrsystemet. Riksbanken behöver därför fortsätta sitt utvärderingsarbete för att ta hänsyn till alla dessa lärdomar och till resultaten av det pågående regleringsarbetet.

Hittills har vi dock kunnat slutföra en översyn av styrsystemets funktionssätt i dag. Av denna framgår att Riksbankens penningpolitiska styrsystem har visat sig fungera väl såväl under normala förhållanden som under den finansiella krisen. Det finns dock anledning att förstärka beredskapen i systemet för att kunna möta framtida kriser som kan kräva andra typer av åtgärder än de som Riksbanken vidtagit under åren 2007–2010.

Referenser

Eklund, Johanna och Åsberg Sommar, Per (2011), Den svenska marknaden för likviditetsutjämning mellan banker över natten 2007–2010, *Penning- och valutapolitik,* 2011:1. Sveriges riksbank.

Gardholm, Henrik och Gerwin, Joanna (2011), Riksbankens vinstutdelning under de senaste två decennierna, *Ekonomisk kommentar* nr 2, 2011. Sveriges riksbank.

Holmberg, Karolina (1996), Riksbankens styrning av de korta räntorna, *Penning- och valutapolitik*, 1996:4. Sveriges riksbank.

Hörngren, Lars (1994), Riksbankens nya räntestyrningssystem, *Penning- och valutapolitik*, 1994:2. Sveriges riksbank.

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

Mitlid, Kerstin och Vesterlund, Magnus (2001), Räntestyrning i penningpolitiken – hur går det till? *Penning- och valutapolitik*, 2001:1. Sveriges riksbank.

Nessén, Marianne, Sellin, Peter och Åsberg Sommar, Per (2011), Det penningpolitiska styrsystemet, Riksbankens balansräkning och den finansiella krisen. *Ekonomisk kommentar* nr 1, 2011. Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank pressmeddelande nr 11, den 9 mars 1998.

Sveriges riksbank beslutsunderlag Dnr 2008-728-KAP. Ändring av begränsningsregeln för säkerhet i form av säkerställda obligationer emitterade av motparten själv eller motparten närstående institut för kredit i betalningssystemet RIX. (Dokumentet finns på www.riksbank.se under Pressmeddelanden 2008-09-22: "Ändrade säkerhetskrav för krediter i RIX".)

Sveriges riksbank (2005), *Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken.*

Sveriges riksbank (2008), *Villkor för RIX och penningpolitiska instrument,* oktober 2008.

Sveriges riksbank (2011),"Förslag till principer för Riksbankens regler för säkerheter för krediter enligt Villkor för RIX och penningpolitiska instrument", avdelningen för kapitalförvaltning 2011-05-16. Dokumentet finns på www.riksbank.se under Finansiell stabilitet – Betalningssystemet RIX – Säkerheter.

Villkor för RIX och penningpolitiska instrument, Sveriges riksbank, augusti 2011. Dokumentet finns på www.riksbank.se under Finansiell stabilitet – Betalningssystemet RIX – Villkor och anvisningar.

Villkor för RIX och penningpolitiska instrument, Bilaga H3 – Anvisningar RIX, Sveriges riksbank, oktober 2010 (publiceras separat).

Villkor för RIX och penningpolitiska instrument, Bilaga H4 – Anvisningar säkerheter, Sveriges riksbank, maj 2010 (publiceras separat).

Villkor för RIX och penningpolitiska instrument, Bilaga H9 – Anvisningar Motpartsansökan, Sveriges riksbank april 2009 (publiceras separat).