



Penning- och valutapolitik

2023 nr 2

Penning- och valutapolitik

Utges av Sveriges riksbank

Redaktörer: Marianne Nessén och Ulf Söderström

Redaktionsråd: Mikael Apel, Carl Andreas Claussen, Dominika Krygier, David Kjellberg
och kommunikationsenheten
Sveriges riksbank 103 37 Stockholm
Telefon 08-787 00 00

De åsikter som uttrycks i signerad artikel är författarnas egna och ska inte uppfattas
som Riksbankens ståndpunkt.

Tidskriften publiceras på Riksbankens webbplats
www.riksbank.se

Publikationen utkommer även i engelsk version,
Sveriges Riksbank Economic Review

ISSN 2000-978X

Bästa läsare,

Riksbanken har under de senaste tre åren genomfört förändringar i det penningpolitiska styrsystemet för att göra det enklare, mer transparent och mer automatiserat. Denna utgåva av Penning- och valutapolitik innehåller tre artiklar som på olika sätt förklarar vad ett penningpolitiskt styrsystem är, vilka uppgifter det är utformat för att klara av och hur det ser ut i olika länder. Vår förhoppning är att artiklarna kan ge både en introduktion och en fördjupning på detta område, som sällan får lika mycket uppmärksamhet som penningpolitisk analys och kommunikation. Kunskap om styrsystem är en förutsättning för att förstå hur penningpolitik bedrivs i praktiken.

- **Hur genomförs penningpolitik i praktiken?**

Anders Vredin och Per Åsberg Sommar ger en introduktion till hur penningpolitik genomförs i praktiken. Det innebär att de förklarar vilka åtgärder centralbanker vidtar, och med vem, för att se till att beslutade nivåer på styrräntor de facto fortplanter sig till övriga räntor och ekonomin i stort.

- **Riksbankens styrsystem efter reformen 2019-2022**

Denise Hansson och Ingrid Wallin Johansson ger en detaljerad beskrivning av Riksbankens penningpolitiska styrsystem. De beskriver de grundläggande byggstenarna i styrsystemet, det vill säga de olika instrumenten, vilka säkerheter som accepteras och motparterna.

- **Centralbankers styrsystem – en internationell utblick och jämförelse**

Denise Hansson och Ingrid Wallin Johansson beskriver några olika grundmodeller för hur penningpolitiska styrsystem kan se ut. Sen redogör de i detalj för de penningpolitiska styrsystemen hos fjorton olika centralbanker.

Trevlig läsning!

Marianne Nessén och Ulf Söderström

Innehållsförteckning

Hur genomförs penningpolitiken i praktiken?	5
---	---

Anders Vredin och Per Åsberg Sommar

Riksbankens penningpolitiska styrsystem efter reformen 2019–2022	29
---	----

Denise Hansson och Ingrid Wallin Johansson

Centralbankers styrsystem – en internationell utblick och jämförelse	60
---	----

Denise Hansson och Ingrid Wallin Johansson

Hur genomförs penningpolitiken i praktiken?

Anders Vredin och Per Åsberg Sommar*

Anders Vredin är senior rådgivare vid Riksbankens avdelning för penningpolitik och Per Åsberg Sommar är enhetschef vid Riksbankens avdelning för marknader

När man diskuterar centralbankers beslut om det som brukar kallas penningpolitik i olika sammanhang – till exempel i media, i akademiska miljöer eller för den del mellan privatpersoner – ligger fokus ofta på hur ”räntan” kan förväntas utvecklas framöver. Det brukar också diskuteras hur räntan kan påverka, och påverkas av, utvecklingen av inflationen och konjunkturen mer generellt. Det är däremot sällan man intresserar sig för exakt vilken ränta det handlar om, hur centralbanker genomför sina räntebeslut och hur kanalerna ser ut mellan centralbankens instrument och ekonomin i övrigt.

I denna artikel ger vi en bred bild av centralbankens uppgifter och verktygslåda. Vi belyser också många förhållanden som centralbanker behöver ta hänsyn till när de utformar sina system för att styra ränteläget och andra metoder för att påverka det finansiella systemet och ekonomin i stort.

1 Vad är det som ska styras?

Det finns stora likheter mellan hur centralbanker genomför sin penningpolitik i olika länder. Den konkreta utformningen påverkas dock av hur det finansiella systemet ser ut och här finns fortfarande vissa skillnader mellan länder. Det finansiella systemet förändras över tiden vilket också leder till olika praxis när det gäller detaljerna i det penningpolitiska styrsystemet.¹

I denna artikel börjar vi med att beskriva vilka uppgifter centralbanker har, eftersom det självfallet har konsekvenser för hur de utformar sina styrsystem. Därefter går vi in på vilka metoder de använder för att påverka ränteläget och försörjningen med likviditet och krediter i ekonomin. Slutligen lyfter vi fram några viktiga faktorer och principer de behöver beakta när styrsystemen utformas.

* Författarna vill tacka Christoph Bertsch, Caroline Jungner och Ulf Söderström för värdefulla kommentarer på tidigare versioner och Buster Carlsen för hjälp med data och figurer. De åsikter som uttrycks i artikeln är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

¹ En systematisk sammanställning av hur centralbanker utformar sina penningpolitiska styrsystem återfinns i Borio (1997), följd av Sellin och Åsberg Sommar (2014), Bindseil (2016) samt Hansson och Wallin Johansson (2023 b).

Centralbanker har inte exakt samma uppgifter i alla länder, men det finns ändå stora likheter när det gäller hur målen för deras verksamhet är formulerade. Överlag handlar det om att upprätthålla prisstabilitet, hög sysselsättning och stabilitet och effektivitet i det finansiella systemet. I tabell 1 sammanfattar vi hur målen ser ut för några olika centralbanker.

Tabell 1. Centralbankers mål och uppgifter

Centralbank	Mål
Norges Bank	<ul style="list-style-type: none"> • Upprätthålla ett stabilt penningvärde och främja stabilitet i det finansiella systemet och ett säkert och effektivt betalningssystem • Bidra till hög och stabil produktion och sysselsättning
Reserve Bank of New Zealand	<ul style="list-style-type: none"> • Ekonomiska mål: <ul style="list-style-type: none"> ○ Uppnå och upprätthålla stabilitet i den allmänna prisnivån på medellång sikt ○ Stödja maximal hållbar sysselsättning • Finansiell stabilitet: <ul style="list-style-type: none"> ○ Skydda och främja stabiliteten i det finansiella systemet
Europeiska centralbanken	<ul style="list-style-type: none"> • Primärt: Upprätthålla prisstabilitet • Sekundärt: Stödja den allmänna ekonomiska politiken i EU, bidra till andra myndigheters genomförande av policyer för stabiliteten i det finansiella systemet
Bank of England	<ul style="list-style-type: none"> • Skydda och förstärka stabiliteten i det finansiella systemet • Penningpolitik: <ul style="list-style-type: none"> ○ Upprätthålla prisstabilitet ○ Stödja regeringens ekonomiska politik, inklusive mål för tillväxt och sysselsättning
Federal Reserve	Främja maximal sysselsättning, stabila priser och dämpade långsiktiga räntor
Sveriges riksbank	<ul style="list-style-type: none"> • Överordnat mål: upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation • Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet: bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning • Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet: bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt, inbegripet att allmänheten ska kunna göra betalningar

Källa: The Bank of England Act, 1998; Federal Reserve Act; Lov om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbankloven); Reserve Bank of New Zealand Act 2021; Lag om Sveriges riksbank; The mandate of the ECB: [The mandate of the ECB: Legal considerations in the ECB's monetary policy strategy review](#)

Utöver att ett välfungerande finansiellt system kan vara ett mål i sig, så spelar det finansiella systemet stor roll för att centralbanken ska kunna uppnå sina mål för prisstabilitet och sysselsättning. Centralbankens åtgärder verkar nämligen via det finansiella systemet. För att kunna omsätta beslut om penningpolitik och finansiell stabilitet i praktiken behöver centralbanken ha möjlighet att kunna göra finansiella transaktioner med aktörer i det finansiella systemet. Systemets egenskaper påverkar därför hur centralbanken behöver utforma sina åtgärder.

Visserligen kan verktygen skilja sig något mellan centralbanker, men de verkar alla i grunden genom det finansiella systemet. Det finansiella systemet brukar sägas ha tre huvudfunktioner: underlätta betalningar, omvandla sparande till investeringar och underlätta riskhantering. Dessa funktioner utnyttjas dagligen av individer, hushåll, företag och andra organisationer. Privata banker och andra så kallade finansiella intermediärer hjälper till med detta, men det finansiella systemet har visat sig ha vissa inneboende instabiliteter som gör att det också behövs en bank för de privata bankerna – en statlig centralbank.² Något förenklat kan man säga att centralbankens roll är att se till att mängden betalningsmedel i samhället, det vill säga likviditeten, utvecklas så att ekonomin kan växa i en god och stabil takt.³ I detta ingår att centralbanken ska kunna koordinera likviditetstöd när behov uppstår, och låna ut pengar till solida men illikvida banker – agera ”lender of last resort”.

För att ekonomin ska kunna fungera effektivt måste det dels finnas allmänt accepterade och likvida betalningsmedel, dels system för individer och organisationer att genomföra betalningar för de tjänster och varor som de vill byta med varandra. De måste också kunna ge krediter till varandra. Det är inte effektivt att hålla allt sitt sparande i form av betalningsmedel eller andra tillgångar som snabbt kan förvandlas till betalningsmedel, det vill säga tillgångar som är höglikvida. Sparandet kan ge högre avkastning om det också kan användas till att finansiera mer långsiktiga investeringar. Därför har privatpersoner ofta en tillgångsportfölj som består både av likvida medel, till exempel kontanter eller insättningar på bankkonton för löpande utgifter, och av finansiella placeringar, till exempel obligationer och aktier, för mer långsiktigt sparande. Till detta kommer reala tillgångar, som bostäder.

Banker fyller en viktig funktion genom att de hjälper hushållen och företagen med att placera en del av sparandet i investeringar som ger positiv avkastning, samtidigt som de gör det möjligt att ha tillgång till likvida medel för betalningar. Sedlar och mynt utgivna av staten har historiskt haft en viktig roll i betalningssystemet, men olika former av privata pengar har också alltid varit viktiga. Allmänheten har sedan mycket lång tid gjort sina betalningar genom att variera antingen de pengar de håller på konton i privata banker eller sina skulder till bankerna.⁴ Allmänhetens behållningar på bankkonton är affärsbankspengar. Sedlar och mynt som centralbanker ger ut liksom bankernas fordringar på centralbanken är centralbankspengar. Numera sker i stort

² Det räcker dock inte med en centralbank. Det behövs regleringar av det finansiella systemet också, och övervakning från både centralbanken och reglerande myndigheter. I Sverige ansvarar Finansinspektionen för regleringarna och övervakningen av det finansiella systemet. I vissa länder ligger detta under centralbanken. Fokus här ligger på centralbankens roll som ”bankernas bank”.

³ Se Capie m.fl. (1994).

⁴ Se till exempel Roberds och Velde (2016).

sett alla hushållens och företagens betalningar med affärsbankspengar och enbart en mycket liten del med centralbankspengar. Bankernas transaktioner med varandra sker dock ofta via konton hos centralbanken med kontobaserade centralbankspengar.

Banker gör hela tiden transaktioner med varandra, främst för att bankernas kunder gör betalningar till varandra. Överföringarna mellan banker görs i ett centralt betalningssystem som oftast tillhandahålls och drivs av centralbanken. Om en stor del av en banks kunder plötsligt skulle vilja ta ut mycket av sitt sparande kan banken få svårt att få fram betalningsmedlen. Banken har nämligen lånat ut det sparandet på längre sikt, för att skapa högre avkastning. Då kan bankerna låna av varandra, eventuellt med centralbanken som intermediär, där centralbanken tar emot insättningar från en bank och lånar ut till en annan. Under normala omständigheter sker en stor mängd transaktioner mellan bankerna under dagen, utan att det leder till några större skulder vare sig mellan bankerna eller till centralbanken över natten. Men ibland uppstår det störningar som gör att banksystemet behöver göra stora insättningar eller låna hos centralbanken mer varaktigt. De räntor och villkor som centralbanken bestämmer för sådana lån och insättningar påverkar räntorna som bankerna sedan sätter både på transaktionerna sinsemellan och i förhållande till sina kunder.

Behovet av betalningsmedel förändras över tiden, till exempel till följd av förändringar i den ekonomiska aktiviteten. Detta skulle i princip kunna leda till stora variationer i räntor när hushåll och företag vill ändra fördelningen av sitt sparande. Om det finns för mycket eller för lite betalningsmedel i ekonomin kan det också leda till att priserna på varor och tjänster höjs eller sänks, det vill säga att vi får inflation eller deflation. Även om det är naturligt att priser och räntor förändras kan alltför stora fluktuationer leda till att den ekonomiska aktiviteten blir mer instabil än önskvärt. Centralbanken ska som bankernas bank därför se till att försörjningen med betalningsmedel och krediter fungerar smidigt och främjar en god och stabil ekonomisk utveckling. Det är skälet till att centralbanker ofta har mål och uppgifter som i exemplet i tabell 1: prisstabilitet, stabil och hög produktion och sysselsättning samt stabilitet och effektivitet i betalningssystemet och det finansiella systemet i övrigt.

2 Hur styr centralbanken räntor och likviditetsförsörjningen?

Vi kan utgå från Riksbankens balansräkning för att beskriva hur Riksbanken kan påverka ränteläget i ekonomin och likviditetsförsörjningen, vilket i sin tur har betydelse för kreditförsörjning, inflation, och sysselsättning. Du hittar balansräkningen i tabell 2.

Tabell 2. Riksbankens balansräkning 2022-12-31

Miljoner kronor

Tillgångar		Skulder	
Guld	76 488	Inlåningsfacilitet	574 293
Fordringar på IMF	116 053	Emitterade skuldcertifikat	583 848
Valutareserv	482 336	Skuld till Riksgälden i utländsk valuta	76 140
Strukturella transaktioner	-	Motpost till särskilda dragningsrätter	90 833
Utlåningsfacilitet	-	Övriga skulder	11 087
Värdepapper i SEK	823 744	Avsättningar	423
Övrigt	1 340	Värderegleringskonton	116 563
		Eget kapital	62 522
		Utelöpande sedlar och mynt	64 956
		Redovisat resultat	-80 734
Summa	1 499 961	Summa	1 499 961

Anm: För räkenskapsåret 2022 redovisades en förlust på cirka 80 miljarder kronor, som anges på detta sätt i balansräkningen eftersom beslut om hur den ska disponeras fattas i samband med att årsbokslutet för räkenskapsåret 2023 fastställs.

Källa: Sveriges riksbank (2023)

För att kunna omsätta penningpolitiska beslut i praktiken måste centralbanken ha möjlighet att kunna göra finansiella transaktioner med aktörer i det finansiella systemet. Alla poster i balansräkningen fyller inte någon funktion för det som brukar räknas som penningpolitik, men låt oss gå igenom de poster som är mest relevanta.

Centralbanker kan använda olika penningpolitiska instrument för att styra och påverka räntor i ekonomin. Det är centralbankens penningpolitiska motparter – banker – som har tillgång till de penningpolitiska instrumenten. De penningpolitiska instrumenten delas vanligen in i så kallade stående faciliteter, som kan användas på initiativ av centralbankens motparter, och så kallade marknadsoperationer, som genomförs på initiativ av centralbanken.

Riksbankens in- och utlåningsfaciliteter är exempel på **stående faciliteter**. Det är in- och utlåningsmöjligheter som i princip alltid är öppna, även om de bara erbjuds till en viss motpartskrets och till vissa villkor. Det är alltså upp till motparterna (bankerna) när de vill utnyttja dessa möjligheter och hur mycket. När Riksbanken på eget initiativ ökar eller minskar mängden centralbankspengar i banksystemet genom att ge ut riksbankscertifikat, erbjuda in- eller utlåning på längre löptider eller förändra sina innehav av värdepapper så kallas det istället för **marknadsoperationer**.

Till att börja med kan vi konstatera att **utlåningsfaciliteten** inte utnyttjades vid slutet av 2022 medan **inlåningsfaciliteten** uppgick till ett stort belopp.⁵ De summor banksystemet har placerade i Riksbanken över natten utgör inlåningen medan det

⁵Även om balansräkningen anger att Riksbankens stående utlåningsfacilitet inte utnyttjades vid årets slut förekommer det att banker vid enstaka tillfällen lånar mindre belopp i Riksbankens stående utlåningsfacilitet.

bankerna lånar över natten utgör utlåningen. Som vi konstaterade ovan överförs mycket pengar mellan de privata bankerna under en dag. Det sker i ett betalningssystem som Riksbanken sköter och som heter RIX.⁶ Under 2022 var den genomsnittliga dagliga omsättningen i RIX 553 miljarder kronor, vilket är mycket mer än värdet på allt som produceras i Sverige under en dag – BNP per dag var i genomsnitt cirka 16 miljarder kronor. Detta avspeglar bland annat att det sker mycket handel med varor och tjänster varje dag, men att det inte alltid rör sig om nyproducerade saker. En försäljning av en bostad medför till exempel en överföring från en bank till annan. Det kan avspeglas i RIX, men det innebär ju inte någon motsvarande ökning av BNP. Handel med finansiella instrument ger också upphov till transaktioner mellan banker och via Riksbanken utan att ge upphov till produktion som avspeglas i BNP i samma utsträckning.

Under dagen kan en bank få betalningar från andra banker via RIX som är större eller mindre än dess utbetalningar. Riksbanken ger krediter under dagen när bankerna har underskott och tar emot placeringar när de har överskott. Över- eller underskott under dagen är räntefria, men Riksbanken betalar en ränta på de medel som bankerna har inestående över natten, som kallas inlåningsräntan. Handlar det om att bankerna istället har en skuld till Riksbanken får de betala ränta för det, utlåningsräntan.

Att volymen på inlåningsfaciliteten var så pass stor medan utlåningsfaciliteten knappt utnyttjades under 2022 beror främst på att Riksbanken har byggt upp ett stort innehav av **värdepapper i svenska kronor**. Riksbanken har köpt statsobligationer, kommunobligationer, bostadsobligationer och företagsobligationer. När Riksbanken köper dessa värdepapper via penningpolitiska motparter från banker, pensionsbolag, fondförvaltare med flera, resulterar detta i betalningar från Riksbanken som i slutändan innebär att banksystemets tillgodohavanden i Riksbanken ökar. I vissa länder finns det formella krav på att bankerna ska ha en viss andel av sin inlåning från bankkunder som reserver hos centralbanken, så kallade kassakrav. Men i Sverige tillämpar inte Riksbanken några kassakrav, och banksystemets inlåning i Riksbanken har alltså andra orsaker.

Ungefär hälften av banksystemets fordringar på Riksbanken bestod vid slutet av 2022 av **emitterade skuldcertifikat**. De är riksbankscertifikat i Sveriges och Riksbankens fall – andra centralbanker har andra lösningar för bankernas fordringar på centralbanken. Riksbankscertifikaten är räntebärande värdepapper med en veckas löptid emitterade av Riksbanken. En skillnad mellan bankernas inlåning i Riksbanken och riksbankscertifikaten är att certifikaten är värdepapper som bankerna kan sälja till andra aktörer på andrahandsmarknaden, medan inlåningen över natten enbart är en transaktion mellan Riksbanken och banken ifråga. Skillnaden för en bank mellan att ha inlåning i Riksbanken och att ha ett riksbankscertifikat är alltså i princip densamma som skillnaden mellan när ett hushåll har pengar på ett bankkonto och när det har en obligation eller en fondandel. Riksbankscertifikaten utgör inte likviditet i samma höga

⁶ Se Riksbankens webbplats för information om RIX: [Betalningssystemet RIX](#) samt Riksbankens årsredovisning för år 2022, Sveriges riksbank (2023).

grad som inlåningen, men ger å andra sidan lite högre avkastning.⁷ En poäng med att certifikaten är överlåtbara såväl mellan de penningpolitiska motparterna som till deras kunder är att de ger tillgång till centralbankspengar även för aktörer som inte ingår i Riksbankens motpartsrets. Det bidrar till att minska segmentering i räntebildningen på marknaden, det vill säga att olika kategorier av aktörer möter olika räntor. Räntan på certifikaten motsvarar Riksbankens styrränta, och är 10 räntepunkter högre än räntan på inlåning över natten. Räntan på riksbankscertifikaten är alltså i praktiken den ränta som Riksbankens direktions beslutar om och som den bedömer vara förenlig med att Riksbanken uppnår målen för sin penningpolitik. Genom riksbankscertifikat och att erbjuda obegränsad in- och utlåning över natten försöker Riksbanken styra ränteläget i ekonomin för att nå inflationsmålet och hålla den realekonomiska utvecklingen stabil.

Anledningen till att ungefär hälften av banksystemets fordringar på Riksbanken bestod av riksbankscertifikat under 2022 är att Riksbanken från maj 2021 begränsade möjligheten för de penningpolitiska motparterna till att som mest placera hälften av sina fordringar på Riksbanken i form av riksbankscertifikat. Resterande del av sina fordringar fick motparterna placera som inlåning över natten i Riksbanken. Sedan februari 2023 har Riksbanken upphört med denna begränsning och erbjuder i stället sina motparter att om de så önskar placera banksystemets totala fordringar på Riksbanken i form av riksbankscertifikat. När Riksbanken erbjuder en emissionsvolym av riksbankscertifikat som motsvarar banksystemets totala fordringar på Riksbanken stärks därför bankernas incitament att likviditetsutjämna sinsemellan till en ränta som ligger nära styrräntan. Bankerna har sedan februari 2023 valt att hålla nära 90 procent av sina tillgodohavanden i Riksbanken i form av riksbankscertifikat.

3 Hur påverkar Riksbankens beslut marknadsräntorna?

I artikeln av Hansson och Wallin-Johansson (2023 a) i detta temanummer hittar du mer detaljer om Riksbankens räntor och övriga villkor på in- och utlåningsfaciliteterna och riksbankscertifikaten. Kortfattat kan man säga att Riksbanken har stora möjligheter att påverka det allmänna ränteläget i det finansiella systemet med hjälp av de stående faciliteterna och marknadsoperationerna. Räntorna i de stående faciliteterna och på riksbankscertifikaten påverkar räntorna på kortsiktiga transaktioner mellan aktörerna på de finansiella marknaderna, eftersom en del av dem kan välja att antingen ha fordringar på eller låna från Riksbanken. Riksbankens in- och utlåningsräntor utgör de räntor till vilka Riksbankens penningpolitiska motparter kan vara säkra på att de alltid kan placera eller låna obegränsat mot betryggande säkerheter i Riksbanken. Riksbankens in- och utlåningsräntor utgör därför alternativkostnaden för pengar när bankerna lånar pengar av varandra från en dag till en annan på den så kallade dagslånemarknaden. Banker med likviditetsöverskott får på så vis incitament att låna ut pengar till en bank med likviditetsunderskott till en ränta som är högre än Riksbankens inlåningsränta, men lägre än utlåningsräntan. Det

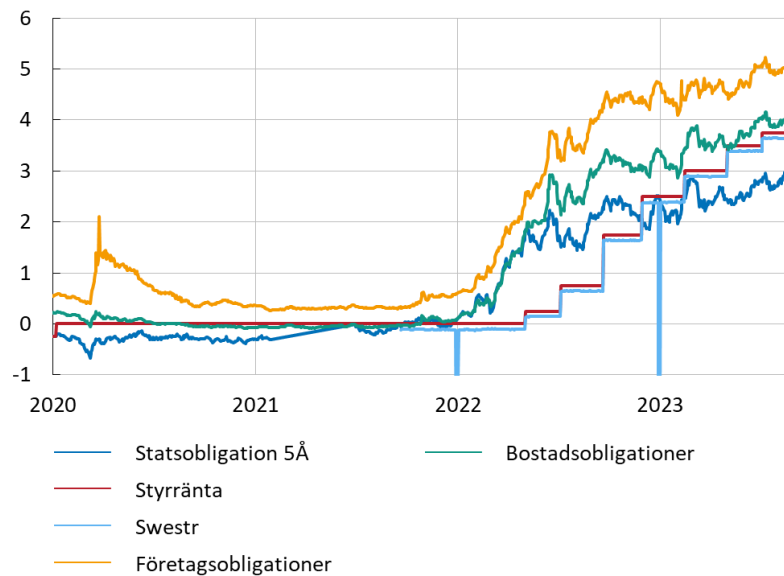
⁷ Certifikaten kan säljas tillbaka till Riksbanken i förtid, men motparten får vänta till dagen efter återförsäljningen på att få pengarna tillgängliga som inlåning över natten i Riksbanken.

beror på att banken med likviditetsunderskott annars alltid kan låna i Riksbankens stående utlåningsfacilitet.

I figur 1 och 2 ser du hur ett urval marknadsräntor har utvecklats tillsammans med Riksbankens styrränta. Styrräntan är alltså den ränta som Riksbankens direktion fattar beslut om.

Figur 1. Riksbankens styrränta och marknadsräntor

Procent

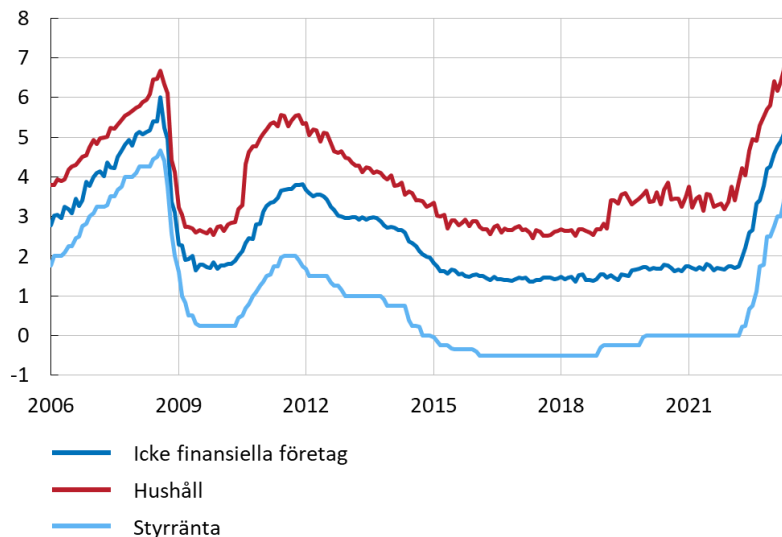


Anm: Räntor för företags- och bostadsobligationer skattade med nollkupongräntor med Nelson-Siegel metoden

Källa: Riksbanken, Bloomberg

Figur 2. Riksbankens styrränta, bankernas utlåningsränta till hushåll respektive företag

Procent



Anm: Utländska banker med filialer i Sverige, som är penningpolitiska motparter är inte inkluderade

Källa: SCB

Av olika skäl avviker olika marknadsräntor från Riksbankens styrränta. Räntorna på statspapper har exempelvis ofta legat lägre än styrräntan. Detta beror på olika faktorer, till exempel att statspappersräntorna avspeglar förväntningar om framtida korta räntor inklusive styrräntan. För statsobligationer finns det dessutom en etablerad och väl fungerande likvid andrahandsmarknad. Räntorna på exempelvis företagsobligationer ligger högre än räntan på riksbankscertifikat (styrräntan) eftersom de är förenade med högre risk.

Riksbankens transaktioner påverkar dock räntorna på i princip alla typer av värdepapper och lån. Förväntningar om Riksbankens styrränta påverkar både kortfristiga och långfristiga räntor. När Riksbanken genomför marknadsoperationer och köper eller säljer obligationer på andrahandsmarknaderna påverkar det också räntorna på värdepapper med både korta och långa löptider. De korta marknadsräntorna påverkar i sin tur bankernas finansieringskostnader och därmed de korta (obundna) bostadsräntorna. De längre marknadsräntorna påverkar till exempel bankernas och företagens mer långfristiga finansieringskostnader och räntorna på bostadslån med längre bindningstid. Så Riksbankens verktygslåda, avspeglad i dess balansräkning, har stor betydelse för tillgången på och kostnaderna för likviditet och krediter i ekonomin, och därmed för den ekonomiska aktiviteten och den allmänna prisutvecklingen.

Det är dock inte så att centralbankens styrränta är det som helt styr andra räntor. Beroende på marknad, vilka aktörer och instrument det gäller och vilken löptid affärerna avser återspeglar räntor olika riskpremier och marknadsvillkor. Såväl marknadsräntor som centralbankens styrränta påverkas också av det som händer i ekonomin och på de finansiella marknaderna. Exempelvis är det inte bara så att längre

räntor avspeglar förväntningar om styrräntor och andra korträntor framöver. Orsakssambandet kan ibland vara det omvända, till exempel att osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen på sikt leder till volatilitet i räntor för längre löptider som i sin tur orsakar volatilitet i de allra kortaste räntorna.⁸

Vi ser i figur 1 att vissa marknadsräntor tidvis har varit lägre än Riksbankens styrränta. När Riksbanken köpte stora mängder svenska värdepapper pressades till exempel räntor på statspapper och bostadsobligationer ner under styrräntan. Räntorna på statspapper och bostadsobligationer har längre löptid än Riksbankens styrränta och när de är lägre än styrräntan återspeglar det delvis förväntningar om lägre framtida styrräntor. Även räntor på företagsobligationer pressades ner till följd av Riksbankens värdepappersköp. Detta var delvis en avsedd effekt och avspeglar att de som sålt stats- och bostadspapper till Riksbanken då behövde göra andra placeringar. Men de riskpremier som är förknippade med placeringar i företagsobligationer innebar att räntorna på dem alltså var högre än styrräntan. Riksbankens program för utökade köp av värdepapper löpte ut i december 2021, styrräntan började höjas i april 2022 och Riksbanken har sedan april 2023 sålt statsobligationer. Detta har gjort att marknadsräntorna för samtliga tillgångsslag har pressats uppåt i snabb takt. Referensräntan Swestr, som står för Swedish krona short term rate, visar till vilken ränta bankerna kan låna pengar på dagslånemarknaden i svenska kronor.⁹ Riksbankens inlåningsränta, som ligger 10 räntepunkter under styrräntan, lägger i princip ett golv för räntan på dagslånemarknaden i svenska kronor, eftersom bankerna alltid har möjlighet att placera pengar över natten i Riksbanken istället för att låna ut till varandra. Swestr ligger därför omkring 10 räntepunkter under styrräntan. På årets sista bankdag uppvisar dock Swestr en betydande årsskifteseffekt. Bankerna sätter då ner sina egna inlåningsräntor för att minimera kostnaden för resolutionsavgiften och bankskatten som baseras på deras balansräkningar på årets sista bankdag. Vid årsskiftet 2022/2023 ställde bankerna därför ner Swestr med cirka 11 procentenheter.

Av figur 2 framgår att bankernas räntor för utlåning till såväl hushåll som icke-finansiella företag har följt Riksbankens styrränta väl över tid. Men gapen mellan styrräntan och bankernas utlåningsräntor till hushåll och icke-finansiella företag har stigit efter den globala finanskrisen under 2008 och 2009. Det beror bland annat på allmänt högre riskpremier och på nya regler för banker och finansiella marknader som infördes för att minska sannolikheten för nya kriser.

4 Fler verktyg i Riksbankens balansräkning

Låt oss återgå till balansräkningen i tabell 2 och några poster som normalt inte har så stark koppling till det allmänna ränteläget, men kan ha det i vissa situationer.

Riksbanken har en **valutareserv** som främst består av amerikanska och tyska statsobligationer. Den fyller flera olika funktioner. En är att Riksbanken snabbt ska få tillgång till utländsk valuta om de privata bankerna plötsligt skulle få svårt att få tag på

⁸ Se till exempel Zagaglia (2008).

⁹ Information om referensräntan Swestr som Riksbanken tillhandahåller återfinns på Riksbankens webbplats: [Swestr](#)

den utländska valuta de behöver, exempelvis för att återbetala lån i utländsk valuta. Ett annat syfte med valutareserven är att Riksbanken genom att köpa och sälja sina värdepapper i utländsk valuta kan påverka marknadspriset på den svenska kronan. Om Riksbanken till exempel köper amerikanska statsobligationer och finansierar detta genom att öka skulden till det svenska banksystemet i kronor, tenderar det att sänka priset på kronor i förhållande till amerikanska dollar. Men sedan Sverige övergick till rörlig växelkurs i november 1992 har Riksbanken inget mål för kronans värde i förhållande till dollarn eller andra valutor, så valutareserven används i praktiken inte längre för interventioner som ska påverka kronkursen.¹⁰ Valutareserven har däremot behövts för att kunna ge lån till bankerna i utländsk valuta, eftersom det svenska banksystemet och de finansiella marknaderna i övrigt har blivit mer integrerade med omvärlden. I små, öppna ekonomier är valutareserven förstas en viktigare post i centralbankens balansräkning än i till exempel USA och euroområdet. Det kan påverka såväl balansräkningens storlek, i förhållande till exempelvis BNP, som dess sammansättning, eftersom valutareserven måste finansieras på något sätt – ju större tillgångssida, desto större måste ju också skuldsidan vara.

Sedan målet om att styra valutakursen övergavs i november 1992 förändras valutareserven alltså normalt inte för att påverka räntor, likviditet och kreditförhållanden. Men beslut om valutareserven kan ändå ha vissa sådana indirekta effekter. En del av valutareserven har tidigare finansierats genom lån i utländsk valuta som har tagits upp av Riksgälden, vilket avspeglas i posten **skuld till Riksgälden i utländsk valuta** i tabell 2. Om Riksbanken förändrar sina tillgångar och skulder i utländsk valuta ungefär lika mycket har det troligen små effekter på valutakursen, tillgången på likviditet eller marknaderna för värdepapper i svenska kronor. Men när Riksbanken ändrar fördelningen av inhemsk och utländsk valuta i sina tillgångar och skulder kan det påverka både marknadsräntor i Sverige och kronans växelkurs.¹¹

Mängden **utelöpande sedlar och mynt** har normalt inte någon betydelse för ränteläget och andra finansiella förhållanden i Sverige. Den är väsentligen efterfrågestyrd så länge Riksbanken inte fattar några formella beslut om hur mycket sedlar och mynt som ska cirkulera i samhället. Riksbanken tillhandahåller den mängd sedlar och mynt som hushåll, banker och andra företag efterfrågar. När behovet av sedlar och mynt växer distribuerar Riksbanken mer sedlar och mynt till bankerna, som minskar sin inlåning i Riksbanken med motsvarande belopp. Eftersom sedlar och mynt inte ger någon ränta påverkas efterfrågan på dem till viss grad av det allmänna ränteläget. Om Riksbanken, i strid med sin normala strategi, inte skulle anpassa utbudet av sedlar och mynt till efterfrågan skulle det i princip kunna påverka ränteläget, eftersom det då skulle kunna uppstå ett efterfråge- eller utbudsöverskott på likviditet som skulle kunna påverka priser och räntor även på mindre likvida tillgångar. Det finns välkända exempel från historien och från andra länder på att stater har valt att finansiera sina utgifter via sedelpressarna, vilket har lett till hög

¹⁰ Riksbanken intervenerade dock i syfte att stärka kronan 2001, och hade från januari 2016 till februari 2019 särskild beredskap för att intervensera om kronan tvärtom skulle bli för stark. Se Bylund m.fl. (2023).

¹¹ Räntor i kronor och utländsk valuta påverkas också av förväntningar om växelkursens utveckling. Om kronan väntas minska i värde i förhållande till utländska valutor vill investerarna ha kompensation för detta, vilket pressar upp det inhemska ränteläget i förhållande till det utländska. Detta beror på att kapitalet kan röra sig mellan länder och förhållandet brukar beskrivas i termer av olika varianter av "ränteparitet".

inflation. Det är inte ett problem som är relevant för Sverige, men det visar att det inte saknas kopplingar mellan penningpolitiken och mängden sedlar och mynt.

Posten **eget kapital** i balansräkningen bestäms av hur stora vinster eller förluster Riksbanken gör i sin verksamhet, och om Riksbanken antingen gör utdelningar till statsbudgeten eller får tillskott från den. Det normala är att Riksbanken, i likhet med andra centralbanker, gör en vinst i verksamheten och att en stor del av den delas ut till statskassan. Vinsten kommer väsentligen från att större delen av Riksbankens skulder är förknippade med lägre ränta än avkastningen på tillgångarna. Skulderna kan till och med ha nollränta, som sedlar och mynt eller eget kapital, inklusive värderingskonton.¹² När Riksbanken delar ut medel till statskassan minskar det egna kapitalet, och någon annan post i balansräkningen måste följaktligen också påverkas. Beroende på om Riksbanken finansierar utdelningen till statsbudgeten genom att minska sitt innehav av värdepapper i kronor eller utländsk valuta eller genom att öka inlåningen från banksystemet kan effekterna på ränteläget i Sverige och kronans växelkurs bli olika. I årsredovisningen för 2022 redovisar Riksbanken en förlust på nära 81 miljarder kronor, främst för att marknadsvärdet för Riksbankens innehav av svenska värdepapper har minskat. Det medför att Riksbanken i skrivande stund har ett negativt eget kapital på cirka 18 miljarder kronor. Enligt den nya riksbankslagen som började gälla i januari 2023 ska Riksbanken göra en framställan till riksdagen med begäran om kapitaltillskott när Riksbankens egna kapital understiger en grundnivå på 20 miljarder kronor uppräknad med inflationen.

5 Vad påverkar utformningen av styrsystemet?

Som vi konstaterade inledningsvis handlar diskussionen om ”penningpolitik” i media och bland allmänheten framför allt om ”räntan” som centralbanken sätter. Vi har visat att det finns flera olika räntor som centralbanken behöver besluta om, och att centralbankens beslut därutöver har effekter på många andra räntor, det vill säga det allmänna ränteläget. Dessutom kan centralbanken fatta andra beslut än räntebeslut, till exempel om att köpa eller sälja av värdepapper i inhemsk eller utländsk valuta, som också påverkar räntorna på de finansiella marknaderna och därmed hushållens och företagens låneräntor och avkastningen på deras sparande. I detta avsnitt ska vi visa vad centralbanken behöver överväga när den utformar sitt styrsystem. Det gäller inte överväganden om vilken nivå styrräntan eller värdepappersinnehav etcetera bör ligga på, utan mer detaljerade och tekniska aspekter av styrsystemet.

5.1 Några allmänna principer för centralbankernas styrsystem

Centralbanker har olika uppgifter och mål, som vi har beskrivit ovan, och behöver därför beakta ett antal olika kriterier när de utformar sina system och sina strategier för att påverka förhållandena i det finansiella systemet.¹³ Systemet behöver

¹² Värderingskontona avspeglar realiserade vinster som Riksbanken gjort när tillgångar och skulder bokförs till rådande marknadsvärde.

¹³ Kriterierna nedan är inspirerade av Bindseil (2016). I sin Figure 1 på sid. 196 anger han tre mål – ”monetary policy”, ”general objectives” och ”financial objectives” – som i sin tur har två – fyra

- vara träffsäkert
- vara lätt att förstå
- bidra till både effektivitet och stabilitet
- begränsa riskerna
- främja god konkurrens i det finansiella systemet

De åtgärder som ingår i styrsystemet behöver ha god träffsäkerhet, eftersom olika åtgärder har olika genomslag på likviditets- och kreditförhållandena för hushåll och företag. Centralbanker har skäl att välja metoder vars genomslag man tror sig ha god kunskap om. I praktiken behöver centralbanker formulera ett operationellt mål som man löpande styr mot, utöver de mer långsiktiga målen för penningpolitiken som inflation och sysselsättning. Numera är detta ofta ett mål för den kortaste marknadsrörelsen. Tidigare har centralbanker använt växelkursen eller penningmängden som operationella mål.

Metoderna för att genomföra penningpolitiken ska också vara någorlunda enkla att förstå – robusta och transparenta. Det finansiella systemet ändrar karaktär, såväl kortsiktigt och tillfälligt som mera trendmässigt. Därför kommer effekterna av en viss åtgärd oundvikligen att variera över tiden. Därför bör styrsystemet i sig vara så robust som möjligt och utformat för att kunna hantera olika förutsättningar som inte går att helt förutse i dag. Styrsystemet ska samtidigt vara begripligt och förutsägbart för hushållen, företagen och aktörerna på de finansiella marknaderna – och inte minst för centralbanken själv.

Styrsystemet ska bidra till både effektivitet och stabilitet i det finansiella systemet. Här finns uppenbara målkonflikter. Centralbanken kan till exempel vidta omfattande åtgärder för att stabilisera de finansiella marknaderna, vilket samtidigt kan leda till att de blir mindre effektiva om aktörerna på marknaderna räknar med att centralbanken ska åtgärda alla problem.

Styrsystemet ska inte heller innebära att centralbanken och staten tar alltför stora risker, som de privata aktörerna egentligen ska bära. Centralbankens uppgift är inte att generera vinst för staten, även om vinsten bör vara tillräcklig för att centralbanken ska kunna täcka sina kostnader och i denna mening vara finansiellt oberoende. Ibland måste centralbanken ta på sig risker som ingen annan aktör i det finansiella systemet vill bära, för att samhällsekonomin ska utvecklas på ett gynnsamt sätt. Men normalt sett ska centralbanken undvika att ta stora risker eftersom det kan leda till finansiella förluster eller negativa effekter på de privata aktörernas agerande.¹⁴

Centralbanken ska slutligen också främja god konkurrens i det finansiella systemet. Det ingår redan i målet om effektivitet, men det är värt att understryka att centralbankens åtgärder helst inte ska snedvrída konkurrensen i det finansiella systemet. Konkurrensneutralitet kan dock komma i konflikt med andra mål – att

underliggande mål. På sid 260 anger han målen som "interest rate control", "incentives, preserve market netting" och "central bank protection".

¹⁴ En principdiskussion om centralbankens funktion att ta risk, samtidigt som risken inte får bli för stor, ges av Wessels och Broeders (2022).

behandla vissa aktörer på de finansiella marknaderna mer generöst kan till exempel ge högre träffsäkerhet, robusthet och lägre risk än helt marknadsneutrala principer.

Bindseil (2016, sid. 192) drar en lärdom från den finansiella krisen 2008: "The design of the OF [operational framework] would ideally be supportive to the banking system's ability to provide maturity and liquidity transformation at the service of society, while not going as far as to facilitate *excessive* leverage and moral hazard."

5.2 Villkoren för centralbankens utlåning och inlåning

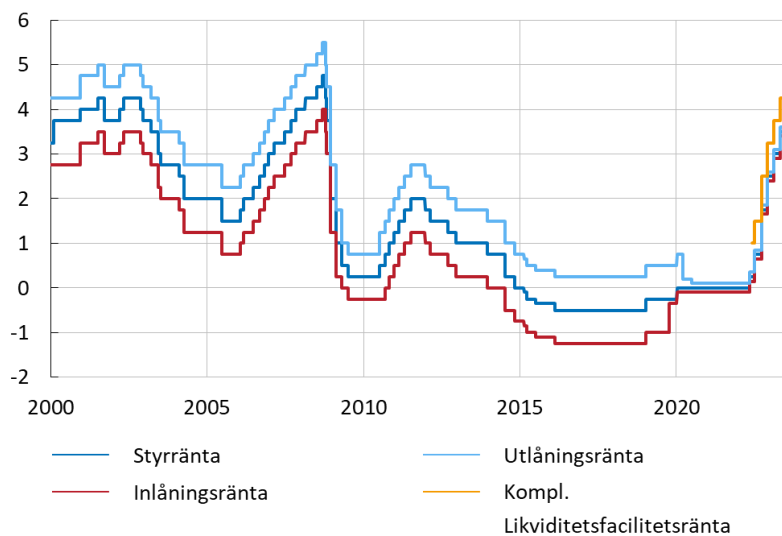
Riksbanken har i likhet med de flesta moderna centralbankerna stående faciliteter för utlåning till och inlåning från banksystemet över natten. Riksbanken behöver alltså bestämma nivån på räntorna i dessa faciliteter, vilka banker och andra finansiella intermediärer som ska ha tillgång till dem, och till vilka villkor inklusive säkerheter motparterna ska få låna pengar av Riksbanken. Penningpolitiken kan göras mer eller mindre expansiv genom att ändra dessa parametrar. Det är alltså inte bara nivåerna på räntorna som spelar roll, utan också vilka motparter Riksbanken accepterar och vilka krav man ställer på dem, till exempel i form av säkerheter för att begränsa centralbankens risk.

Centralbankens inlåningsränta är normalt lägre än dess utlåningsränta. Det skapar ett incitament för bankerna att i första hand låna av och till varandra istället för att vända sig till centralbanken. Detta avspeglar en avvägning mellan träffsäkerhet och marknadseffektivitet. Om centralbanken bara var ute efter att etablera en viss nivå på marknadsräntorna skulle den välja en mycket smal eller till och med obefintlig korridor mellan in- och utlåningsräntorna. Då skulle de allra kortaste marknadsräntorna hamna nära den räntenivå som centralbanken önskar. Men det skulle också ge bankerna svaga incitament att låna av och till varandra. Centralbanken skulle därför ta en stor roll som finansiell intermediär, och effektiviteten i det finansiella systemet skulle kanske bli låg. En bred korridor mellan in- och utlåningsräntor medför å andra sidan större fluktuationer i de kortaste marknadsräntorna, det vill säga lägre träffsäkerhet. Fram till oktober 2019 tillämpade Riksbanken en korridorbredd på 150 räntepunkter mellan in- och utlåningsräntan. Från och med juni 2020 tillämpar Riksbanken istället ett betydligt smalare korridorsystem med en symmetrisk räntekorridor på 20 räntepunkter, se figur 3. Det innebär att Riksbanken via den stående utlåningsfaciliteten erbjuder sina motparter att låna obegränsat mot primära säkerheter (värdepapper emitterade av stat och fordringar på centralbanker) till en ränta 10 räntepunkter över styrräntan. Om en penningpolitisk motpart inte har tillräckligt med primära säkerheter för att täcka sitt lånebehov i den stående utlåningsfaciliteten kan den låna den överskjutande volymen i en kompletterande likviditetsfacilitet. I den kompletterande likviditetsfaciliteten kan motparterna låna mot en bredare krets av säkerheter (sekundära säkerhetsmassan) men då till en högre ränta.¹⁵ Likviditetsfacilitetsräntan motsvarar styrräntan med ett tillägg om 75 räntepunkter.

¹⁵ Den sekundära säkerhetsmassan består av värdepapper utgivna av mellanstatliga organisationer, värdepapper som är garanterade av stat, säkerställda värdepapper, värdepapper utgivna av agencies eller värdepapper utgivna av icke-finansiella företag med tillräckligt hög kreditvärdering.

Figur 3. Riksbankens styrränta och in- och utlåningsränta

Procent



Anm: Den kompletterande likviditetsfaciliteten inrättades den 8 juni 2022.

Källa: Riksbanken

Normalt lånar banksystemet i mycket liten utsträckning från Riksbanken. Men en av Riksbankens uppgifter är att vid behov tillföra likviditet till det finansiella systemet. Riksbankens stående utlåningsfacilitet utgör exempelvis en sista utpost (eng. back stop) för bankerna som de vet att de alltid kan låna en obegränsad mängd svenska kronor från vid behov till en förutbestämd ränta och förutbestämda villkor, så länge de har betryggande säkerheter. Ju högre krav på säkerheter, desto mindre risk för centralbanken. Men höga säkerhetskrav kan också innebära att lånemöjligheterna utnyttjas mindre och att penningpolitiken därmed blir stramare än önskvärt.

Det finns liknande avvägningsproblem när det gäller motparts-kretsen. Om Riksbanken skulle ha generösa kriterier för vilka som får ha tillgång till faciliteterna ger det förutsättningar för god träffsäkerhet i penningpolitiken. Å andra sidan kan det medföra lägre effektivitet i det finansiella systemet, högre kostnader för implementering och övervakning och större risker för Riksbanken.

Från tid till annan kan centralbanken ha skäl att göra avsteg från sina normala villkor för utlåning, inlåning eller båda och fatta diskretionära beslut om att erbjuda centralbanksfaciliteter till andra villkor än normalt. Riksbanken gjorde till exempel detta under den globala finansiella krisen 2008–2009. Då infördes möjligheter för motparterna att låna på längre löptider än normalt, inte bara över natten utan så pass länge som upp till ett år. Motparts-kretsen vidgades också genom att Riksbanken införde möjligheten för kreditinstitut att bli ”begränsade penningpolitiska motparter”.¹⁶ För att öka motparternas möjlighet till krediter hos Riksbanken slopade Riksbanken tillfälligt begränsningsregler för säkerställda obligationer som säkerhet för kredit från Riksbanken. Begränsningsreglerna som Riksbanken normalt tillämpar

¹⁶ Med ”begränsade” avsågs att kreditinstitut som inte redan var motpart eller för den delen RIX-deltagare erbjöds möjlighet att delta i vissa marknadsoperationer utan tillgång till stående faciliteter.

innebär att säkerställda obligationer får utgöra högst hälften av de säkerheter som motparterna ställer för att låna från Riksbanken samt att motparterna inte får använda egna säkerställda obligationer eller säkerställda obligationer utgivna av närstående institut.

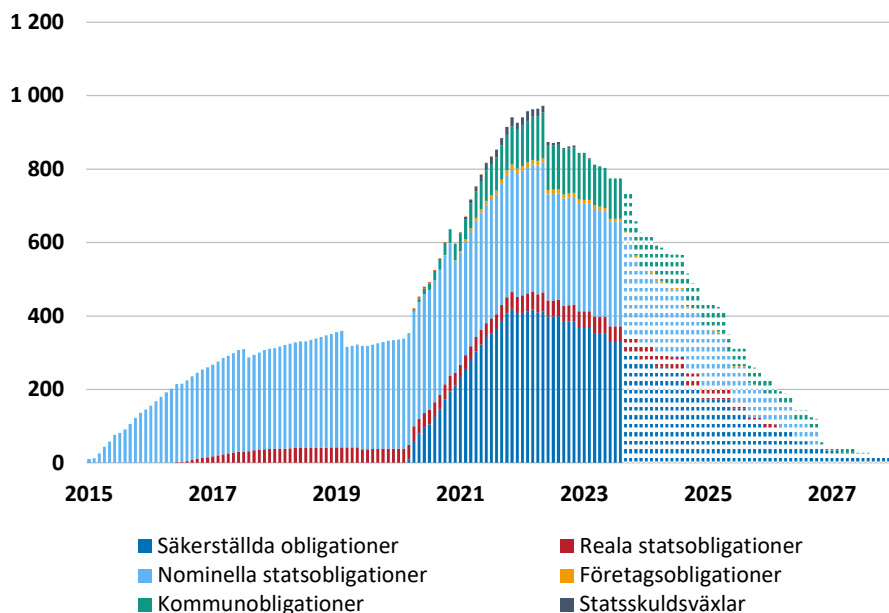
Även under pandemin 2020–2021 slopade Riksbanken begränsningsreglerna för säkerställda obligationer. Därtill sänkte Riksbanken gapet mellan utlåningsräntan och styrräntan och erbjöd bankerna att låna en obegränsad mängd kronor mot säkerhet med tre respektive sex månaders löptid till styrräntan. För att stimulera bankernas utlåning till företagen erbjöd Riksbanken bankerna att låna upp till 500 miljarder svenska kronor mot säkerhet som de sedan kunde låna ut till icke-finansiella företag. Motparts-kretsen vidgades också så att kreditinstitut kunde ansöka om att bli tillfällig penningpolitisk motpart med tillgång till Riksbankens program för utlåning till företag via banker.

5.3 Centralbankens marknadsoperationer

Som vi har konstaterat ovan använder Riksbanken och andra centralbanker utöver sina in- och utlåningsfaciliteter även marknadsoperationer för att påverka marknadsräntorna i det finansiella systemet. Sådana marknadsoperationer genomförs i olika former. För det första kan centralbanken komplettera de stående faciliteterna med regelbundna marknadsoperationer med kort löptid till styrräntan (riksbankscertifikat, i Riksbankens fall) för att styra de allra kortaste marknadsräntorna tillräckligt nära styrräntan. För det andra kan centralbankerna variera sitt innehav av värdepapper eller erbjuda utlåning med längre löptider för att påverka räntor med längre löptider, kreditförhållanden, den ekonomiska aktiviteten, inflationen och så vidare – som Riksbanken gjort sedan 2015. I figur 4 kan du se hur Riksbankens innehav av olika värdepapper har utvecklats över åren.

Figur 4. Riksbankens innehav av svenska värdepapper

Miljarder kronor



Anm: Streckade staplar är en prognos som bygger på förfall och penningpolitiska beslutet den 23 november 2023 att från och med årsskiftet 2022/2023 från låta innehavet av värdepapper minska i takt med förfall samt penningpolitiska beslutet den 28 juni 2023 att statsobligationer säljs till ett nominellt värde om 5 miljarder kronor per månad.

Källa: Riksbanken.

De olika operationerna genomförs förstås inte oberoende av varandra, eftersom långa marknadsräntor i hög grad avspeglar marknadens förväntningar om vad som kommer att hända med de korta räntorna framöver. Så centralbankens operationer med instrument med korta löptider kommer också att påverka prissättning och räntor på värdepapper med långa löptider, och vice versa.

Historiskt och internationellt har den dominerande posten på centralbankens tillgångssida normalt varit statsobligationer. Något förenklat kan man säga att orsaken till det är att centralbanken måste placera sina vinster från utgivning av sedlar och mynt någonstans, och det mest naturliga alternativet har varit att låna ut dem till statskassan. Det förutsätter förstås att centralbanken ägs av staten och ska agera konkurrensneutralt, vilket den oftast gör.

Riksbanken hade ett innehav av statsobligationer som avvecklades 2001. Anledningen till det var dels att Riksgäldskontoret sedan 1997 successivt övertog ansvaret för marknadsvård av den svenska statspappersmarknaden, dels att Riksbanken gjorde extra överföringar, 40 miljarder kronor, av sina ackumulerade vinster till statsbudgeten.

Under den finansiella krisen 2008–2009 växte Riksbankens balansräkning genom ökad utlåning till banksystemet, både i kronor och i utländsk valuta. Riksbanken köpte då

inte några värdepapper, vilket däremot andra centralbanker gjorde. År 2012 började Riksbanken bygga upp ett innehav av statsobligationer som till att börja med var litet med en policyportfölj på 10 miljarder kronor. Syftet var att skapa operativ beredskap för att kunna köpa och sälja statspapper. Från 2015 blev också utvecklingen sådan att Riksbanken ansåg det motiverat att gradvis öka sitt innehav av svenska statsobligationer.

Under coronapandemin 2020–2021 fortsatte Riksbanken att öka sitt innehav av statsobligationer, men började också köpa statskuldväxlar, kommunobligationer, bostadsobligationer och företagsobligationer. Motivet var dels att hålla nere det allmänna ränteläget under pandemin, för att detta i sin tur skulle hålla inflationen och resursutnyttjandet i ekonomin uppe, dels att bidra till att de finansiella marknaderna fungerade väl. När osäkerheten var som störst i början av pandemin steg räntorna på värdepappersmarknaderna och handeln försvårades. Riksbankens beslut att köpa fler sorters värdepapper än normalt bidrog till att man då mer effektivt kunde hålla räntorna nere och bidra till allmänt lugnare marknadsförhållanden.

Om en centralbank ska kunna köpa och sälja värdepapper behöver den särskilda regler för hur den kan agera. Det handlar om vilka värdepapper centralbanken ska köpa, vilka motparter man ska göra transaktioner med, hur affärerna ska gå till och så vidare. Även om det kan finnas övergripande regler i de lagar som styr centralbankens agerande måste centralbanken själv sätta upp mer detaljerade regler för detta.

Riksbanken köpte statsobligationer via omvända auktioner där Riksbankens penningpolitiska motparter och Riksgäldskontorets återförsäljare av statsobligationer hade möjlighet att delta.¹⁷ En omvänd auktion är en lägsta bud-auktion som innebär att den som har bjudit den högsta räntan får tilldelning först. Därefter får den som har bjudit den näst högsta räntan tilldelning och så vidare tills hela den utbudna volymen har fördelats. På det sättet blir det tydligt för marknaden hur Riksbanken prissätter och fördelar sina transaktioner.

För att mildra de ekonomiska konsekvenserna av coronapandemin beslutade Riksbanken under våren 2020 att köpa bostads- och kommunobligationer och erbjuda sig att köpa såväl företagscertifikat som företagsobligationer. Bortsett från företagsobligationerna köpte Riksbanken dessa värdepapper via omvända auktioner på andrahandsmarknaden där de penningpolitiska motparterna hade möjlighet att delta. Företagsobligationerna köptes visserligen också på andrahandsmarknaden men via bilaterala förfaranden.

Köpen av stats-, bostads- och kommunobligationer avslutades i december 2022. Köpen av företagsobligationer avslutades i juni 2022 och köpen av företagscertifikat avslutades i december 2021. Riksbanken har därefter stramat åt penningpolitiken genom att sälja värdepapper. I februari 2023 fattade Riksbanken beslut om att från och med april 2023 börja sälja av sina statsobligationer. Tillsammans med de innehav

¹⁷ Enligt förbudet mot monetär finansiering i riksbankslagen, se 1 kap 6§ Lag (SFS 2022:1568) om Sveriges riksbank, får Riksbanken inte förvärva skuldförbindelser direkt från staten. Därför kan Riksbanken inte köpa statsobligationer när Riksgälden gör emissioner på primärmarknaden. Riksbankens köp av statsobligationer måste vara penningpolitiskt motiverade och göras på andrahandsmarknaden.

som förfaller kommer den nuvarande beslutade försäljningstakten av svenska statsobligationer att innebära att Riksbankens innehav av svenska värdepapper kommer att uppgå till cirka 11 miljarder kronor vid början av år 2027, se figur 4.

En fråga som emellanåt diskuterats intensivt bland både centralbanker och forskare är om centralbanken lättast når sina mål genom att bestämma en styrränta som den utgår från för att prissätta centralbankens penningpolitiska instrument, stående faciliteter och marknadsoperationer, eller en volym för till exempel någon post i sin balansräkning, som värdepappersinnehavet eller den "monetära basen", det vill säga sedlar och mynt plus bankernas fordran på centralbanken, alltså deras reserver. Under vissa förhållanden borde centralbanken kunna nå sina mål lika bra genom att sätta ett pris, alltså räntan, som att slå fast en kvantitet för någon post i balansräkningen. Det skulle åtminstone gälla målen för inflation och resursutnyttjande. I praktiken är det förstås inte så enkelt. Poole (1970) publicerade ett viktigt bidrag till litteraturen där han argumenterade för att centralbanken bör sträva efter att etablera en viss räntenivå om det är vanligt med störningar på de finansiella marknaderna och efterfrågan på likviditet. Om centralbanken i sådana fall försöker hålla vissa finansiella aggregat konstanta kommer det att leda till stora förändringar i räntor, vilket i sin tur kan ge upphov till förändringar i realekonomisk aktivitet och inflation. Om centralbanken istället styr räntenivån och låter volymen på de finansiella aggregaten anpassas, så minskar de realekonomiska effekterna av störningarna på de finansiella marknaderna. Denna insikt har varit vägledande för centralbankernas agerande, både under normala tider och när det har inträffat större störningar och kriser. Men exakt hur centralbankerna bör genomföra sin penningpolitik beror också på vilka störningar det är som har inträffat på de finansiella marknaderna. Normalt kanske det räcker att centralbanken ändrar en kortfristig ränta för att räntebeslutet ska påverka övriga kortfristiga marknadsräntor och även längre marknadsräntor på ett någorlunda förutsägbart sätt. Det kan sägas ha varit ett underförstått antagande i Pooles analys. Men då och då, och framför allt i finansiella kriser, bryter transmissionsmekanismen samman och centralbanken behöver agera direkt på vissa specifika marknader eller för vissa specifika finansiella institut.

Fram till finanskrisen 2008–2009 rådde närmast konsensus bland centralbanker om att de skulle genomföra sin penningpolitik genom att använda korridorsystem med in- och utlåningsräntor, med eller utan kassakrav, för att styra de allra kortaste marknadsräntorna. Sedan dess har många centralbanker övergått till att tillämpa golvsystem där styrräntan utgörs av inlåningsräntan. En effektiv räntestyrning i golvsystem förutsätter att centralbanken säkerställer att banksystemet hela tiden håller tillräckligt stora mängder reserver i centralbanken. Det kan centralbanken åstadkomma genom att centralbanken tillför banksystemet tillräckligt med likviditet genom utlåning eller genom att köpa och inneha värdepapper. Detta visar att penningpolitik ofta innebär avvägningar för såväl räntenivåer som hur stor centralbankens balansräkning ska vara och vad den ska innehålla.¹⁸

¹⁸ Se Borio (2023) för en diskussion om de utmaningar centralbanker står inför och de vägledande principer de bör beakta i strategiska vägval beträffande utformningen av penningpolitiskt styrsystem och balansräkningens storlek och sammansättning.

5.4 Penningpolitiska handlingsregler och kommunikation

Utöver de formella regler som styr vilka poster som kan finnas i en centralbanks balansräkning och hur förändringar i dem ska genomföras, behöver centralbanken ha en genomtänkt strategi och några handlingsregler för vilka beslut den ska fatta för att uppfylla sina mål avseende inflationen, sysselsättningen samt stabiliteten och effektiviteten i det finansiella systemet.

Sedan början av 1990-talet har det dominerande tankesättet inom centralbanksvärlden varit en strategi som betecknas som inflationsmålspolitik. Utgångspunkten i denna är ett explicit mål för inflationen, som centralbanken, regeringen eller parlamentet bestämmer eller kommer överens om gemensamt. Tanken är sedan att centralbanken ska förändra sina penningpolitiska instrument beroende på hur inflationen utvecklas i förhållande till det målet, men med viss hänsyn taget också till den realekonomiska utvecklingen. Målet är att centralbankens räntebeslut ska minimera inflationens avvikelser från inflationsmålet över tiden, och möjligen också variationerna i sysselsättningen och resursutnyttjandet. En sådan handlingsregel kan beskrivas på olika sätt. Ett sätt är att se det som en explicit regel för hur styrräntans nivå ska bero på observerad inflation och resursutnyttjande. Ett annat är att se det som ett optimeringsproblem där inflationens observerade och förväntade utveckling, men också exempelvis resursutnyttjandet, ger både en viss nivå för styrräntan just nu och en förväntad bana framöver. Det är förstås ingen centralbank som följer någon av dessa handlingsregler exakt, eftersom verkligheten är för komplicerad. Att enbart tillämpa strikta regler skulle inte kunna ge god måluppfyllelse. Men den här typen av handlingsregler används ändå ofta av centralbankerna i deras interna analyser och som del av underlaget för deras beslut, och ibland även som utgångspunkter i den externa kommunikationen.

Centralbanker har överlag strävat efter att kommunicera så tydligt som möjligt under perioden då man följt en inflationsmålspolitik. Det finns flera orsaker till detta. En är att centralbankerna under denna tid har fått en hög grad av självständighet att fatta egna beslut. Det behöver uppvägas av tydlig information och kommunikation från centralbankerna så att de kan utvärderas. En annan orsak är att förväntningar om framtida penningpolitik har effekter på de finansiella marknaderna redan i dag. Centralbankerna kan alltså påverka räntor, växelkurser och andra förhållanden på de finansiella marknaderna genom sin kommunikation. Kommunikation har därför blivit något av ett instrument för centralbankens politik.¹⁹

En form av kommunikation är att centralbanken utöver att fatta beslut om vad styrräntan ska vara just nu också publicerar information om vad man räknar med ska hända med styrräntan, inflationen och resursutnyttjandet framöver. Reserve Bank of New Zealand var först ut med att publicera en prognosticerad bana för styrräntan 1997, och Norges Bank och Sveriges riksbank följde efter 2005 respektive 2007. När många centralbanker sedan fick uppleva att styrräntan hamnade nära sin nedre gräns, såg de vägledning om den framtida styrräntan (eng. forward guidance) som ett viktigt

¹⁹ För en beskrivning av hur centralbankers självständighet och transparens har utvecklats, se Dincer och Eichengreen (2014). Holmes (2014) presenterar en antropologisk analys av hur centralbankernas sätt att beskriva sin verksamhet och ekonomin i stort påverkat allmänhetens uppfattningar.

komplement till den vanliga penningpolitiken – eftersom marknadsräntor påverkas av förväntningar om styrräntan.

De effekter som uppstår när centralbanken köper värdepapper tolkas ibland också i termer av ”signaler”. Genom att köpa eller sälja värdepapper eller valutor kan centralbanken uppfattas ge signaler om vad man anser är rimliga nivåer på räntor och valutakurser, och därmed också om sina förväntningar om styrräntan. Bara det faktum att aktörerna på de finansiella marknaderna kan tolka centralbankens agerande på det sättet innebär att centralbanken behöver ha en strategi för sin ”signaler”, oavsett om man själv tycker att detta är en viktig kanal eller ej.

Inflationsmålspolitiken har överlag beskrivits som framgångsrik i såväl olika länder som olika utvärderingar. Det gäller särskilt när man jämför med erfarenheterna från 1970- och 1980-talen, då den ekonomiska utvecklingen ofta utmärktes av ”stagflation” – låg ekonomisk tillväxt och hög inflation.²⁰ Men under 2000-talet har nya problem uppstått som inte förutsågs när inflationsmålsstrategierna utformades på 1990-talet. Det betyder att centralbankerna har behövt anpassa sina sätt att genomföra penningpolitiken till de ändrade förutsättningarna. Det gäller både deras handlingsregler och kommunikation.

Den finansiella krisen 2008–2009 och dess följdverkningar ledde till nya former av såväl ut- och inlåning från centralbankerna som marknadsoperationer jämfört med vad som hade varit normalt under en längre tid. Åtgärderna har beskrivits som ”okonventionell penningpolitik” och exempelvis bestått av negativa styrräntor, tillgångsköp, även kallade kvantitativa lättnader (eng. quantitative easing, QE) och framåtblickande vägledning (eng. forward guidance). Denna beteckning är dock missvisande, eftersom tillgångsköp har varit ett vanligt instrument i centralbankers historia. Framåtblickande vägledning har också förekommit tidigare, inte minst i form av publicerade ränteprognoser från vissa centralbanker som har inflationsmål. Negativa styrräntor har dock inte förekommit tidigare.

Erfarenheterna från den finansiella krisen har också lett till en diskussion om huruvida stabiliteten i det finansiella systemet borde vara ett ytterligare separat mål för penningpolitiken, utöver en låg, stabil inflation och ett högt, stabilt resursutnyttjande. Diskussionen har förts i termer av om centralbanken bör ”luta sig mot vinden” och till exempel försöka bromsa stigande tillgångspriser eller att hushållen skuldsätter sig för mycket, utöver hänsyn till hur inflationen eller resursutnyttjandet utvecklas. En liknande diskussion har förts i termer av ”lean versus clean”: Ska centralbankerna nöja sig med att rensa upp efter att någon finansiell marknad har havererat, eller ska de också använda penningpolitiken för att försöka förebygga ett haveri? Ingen ifrågasätter att centralbanker har ett ansvar för att det finansiella systemet är stabilt och effektivt (se tabell 1), utan frågan handlar snarare om ifall vissa instrument ska kopplas till vissa mål och andra instrument användas för andra mål. Det är, som vi har sett, svårt att dra någon gräns för vad exakt som ska anses ingå i ett penningpolitiskt styrsystem. Även om penningpolitiken normalt, åtminstone erfarenhetsmässigt, hittills främst handlat om att bestämma nivån för en kortfristig styrränta, så kommer

²⁰ Se Bylund m.fl. (2023).

centralbankerna från tid till annan också att behöva genomföra sin penningpolitik genom andra typer av åtgärder, som mer långfristiga lån till bankerna eller köp och försäljning av värdepapper.

Centralbanken kan alltså behöva ändra i sin balansräkning och tillhörande instrument över konjunkturcykeln för att parera svängningar i inflationen och den ekonomiska aktiviteten, och möjligen också den finansiella stabiliteten. Men balansräkningen kan också behöva ändras mer varaktigt om det finansiella systemet förändras. En fråga som diskuterats är till exempel att olika regleringar har bidragit till att öka efterfrågan på säkra och likvida placeringar. Detta kan leda både till ökad efterfrågan på inlåning i centralbanken och på att centralbankens köp av värdepapper kan få andra effekter än tidigare. En annan fråga gäller hur den växande betydelsen av andra finansiella intermediärer än banker (ibland kallade "skuggbanker") ska påverka hur centralbankerna utformar sin penningpolitik, till exempel när det gäller motparter och deras tillgång till stående faciliteter.

Det har visat sig svårt att utforma regler för att implementera och kommunicera kring den "okonventionella penningpolitiken" som är lika enkla som reglerna för en centralbanks räntebeslut. Negativa styrräntor strider mot många intuition om att räntor bör vara positiva. Frågor har lyfts om en centralbanks framåtblickande vägledning, det vill säga "forward guidance" i andra former än ränteprognoser, ska uppfattas som ovillkorlig, det vill säga ett bindande löfte, eller som betingad av den ekonomiska utvecklingen. Även centralbankernas beslut om förändringar av sina värdepappersinnehav innehåller många fler dimensioner än besluten om en eller flera styrräntor. Värdepapperen har många olika löptider, olika emittenter, är förknippade med olika risker och så vidare. Det är därför inte lika lätt att presentera planer för värdepappersinnehaven som för räntebesluten. För allmänheten är det inte heller självklart lika intressant att få information om centralbankens transaktioner med värdepapper som om räntebesluten. Det är dock vanligt att centralbanker publicerar åtminstone grova planer för hur de ska ändra sina innehav av värdepapper. Riksbanken gör till exempel det sedan flera år.

Sammanfattningsvis handlar penningpolitik i praktiken förstås om mycket mer än hur en centralbank utformar regler för hur den ska bestämma räntor och andra instrument som den förfogar över. Hur centralbanken motiverar sina beslut och kommunicerar om dem kan också påverka måluppfyllelsen. Det är också naturligt att såväl utformningen av regelverken som kommunikationen ändras över tid med tanke på att centralbanken verkar i och via det finansiella systemet, som ständigt förändras.

6 Avslutning

Penningpolitik handlar inte enbart om att bestämma en styrränta. I denna artikel har vi gett en bredare bild av centralbankens uppgifter och verktygslåda. Ibland behöver en centralbank exempelvis köpa eller sälja värdepapper och ge lån på längre löptider och till andra motparter och villkor än normalt, för att stabilisera det finansiella systemet och ekonomin i stort. Hur instrumenten och motparts-kretsen ska

kombineras och utformas över tid beror alltså bland annat på förhållandena i det finansiella systemet.

Vi har belyst hur centralbanker och framför allt Riksbanken genomför penningpolitiken i praktiken. Som bankernas bank ska centralbanken se till att försörjningen av betalningsmedel och krediter till företag och hushåll fungerar smidigt och främjar en god och stabil ekonomisk utveckling. Därför innehåller formuleringar av centralbankers mål och uppgifter ofta argument om prisstabilitet, stabil och hög produktion och sysselsättning, och stabilitet och effektivitet i såväl betalningssystemet som det finansiella systemet i övrigt. För att uppnå dessa mål har centralbanker flera verktyg i sina balansräkningar för att kunna omsätta beslut om penningpolitik och finansiell stabilitet i praktiken.

Gemensamt för alla centralbanker är att de behöver ha möjlighet att kunna göra olika finansiella transaktioner med aktörer i det finansiella systemet för att lyckas med detta. Förhållandena i de finansiella systemen skiljer sig dock åt mellan olika länder, och de förändras också över tid. Det påverkar vilka verktyg centralbanker väljer att använda för att kunna utföra sina uppdrag. Eftersom omvärlden förändras hela tiden behöver centralbanker utgå från några vägledande principer när de utformar sina ramverk och system för att genomföra penningpolitiken. På så sätt kan de förhoppningsvis utföra sina uppdrag på ett effektivt sätt även under förutsättningar som man inte kunde känna till på förhand. Vi har gått igenom ett antal vägledande principer och överväganden som centralbanker behöver beakta när de utformar sina styrsystem. Även om centralbanker måste förhålla sig till finansiella system som uppvisar strukturella skillnader över tid och mellan olika valutaområden så fokuserar alla centralbanker normalt på att styra den allra kortaste räntan på marknaden för dagslån mellan banker. Mer information om detta ges i övriga artiklar i detta temanummer.

Referenser

Bindseil, Ulrich (2016), "Evaluating monetary policy operational frameworks", i *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks*, Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 179–277.

Borio, Claudio (1997), "The implementation of monetary policy in industrial countries: a survey", *BIS Economic Papers*, No 47, July 1997.

Borio, Claudio (2023), "Getting up from the floor", Working paper nr 1100, BIS.

Bylund, Emma, Jens Iversen och Anders Vredin (2023), "Monetary policy in Sweden after the end of Bretton Woods". Uppsats presenterad på konferens om "50 years after Bretton Woods: the experience of small open economies", ETH, Zürich, 29–30 juni, 2023.

Capie, Forrest, Charles Goodhart och Norbert Schnadt (1994), "The development of central banking", i Forrest Capie, Stanley Fischer, Charles Goodhart och Norbert

Schnadt (red.), *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, s. 1–261.

Dincer, N. Negiz och Barry Eichengreen (2014), "Central bank transparency and independence: Updates and new measures", *International Journal of Central Banking*, vol. 10, nr 1, March 2014, s. 189–253.

Hansson, Denise och Ingrid Wallin Johansson (2023a), "Riksbankens penningpolitiska styrsystem efter reformen 2019–2022", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 29–59, Sveriges riksbank.

Hansson, Denise och Ingrid Wallin Johansson (2023b), "Centralbankers styrsystem – en internationell utblick och jämförelse", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 60–106, Sveriges riksbank.

Holmes, Douglas R. (2014), *Economy of Words*, The University of Chicago Press.

Poole, William (1970), "Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, s. 197–216.

Roberds, William och Francois R. Velde (2016), "The descent of central banks (1400–1815)", i Michael Bordo, Öyvind Eitrheim, Marc Flandreau och Jan Qvigstad (red.), *Central Banks at a Crossroads*, Cambridge University Press, s. 18–61.

Sellin, Peter och Per Åsberg Sommar (2014), "Riksbankens penningpolitiska styrsystem – en översyn", *Riksbanksstudier*, Sveriges Riksbank.

Sveriges riksbank (2023), *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2022*.

Wessels, Paul and Dirk Broeders (2022), "On the capitalisation of central banks", *Occasional Studies*, Volume 20 – 4, De Nederlandsche Bank.

Zagaglia, Paolo (2008), "Money-market segmentation in the euro area: what has changed during the turmoil?", *Bank of Finland Research Discussion Papers*, nr 23.

Riksbankens penningpolitiska styrsystem efter reformen 2019–2022

Denise Hansson och Ingrid Wallin Johansson*

Denise Hansson är senior ekonom på avdelningen för marknader, Ingrid Wallin

Johansson är senior ekonom på avdelningen för penningpolitik.

Riksbanken använder sitt styrsystem till att implementera den beslutade nivån på styrräntan på marknaden. Detta sker genom att stabilisera de allra kortaste penningmarknadsräntorna tillräckligt nära styrräntan. Den räntenivå som Riksbanken etablerar fortplantar sig sedan till marknadsräntor med längre löptider, och påverkar därigenom även de räntor som hushåll och företag möter. I praktiken sker det genom att Riksbanken gör, eller erbjuder sig att göra, finansiella transaktioner med en begränsad krets av finansiella aktörer.

I juni 2022 slutförde Riksbanken en reform av sitt penningpolitiska styrsystem. I denna artikel redogör vi för hur det reformerade styrsystemet är utformat och vilka överväganden som ligger bakom utformningen. Därutöver diskuterar vi i vilken utsträckning styrsystemet fungerar som tänkt, och hur dess utformning förhåller sig till andra centralbankers styrsystem.

1 Styrsystemet implementerar den beslutade styrräntenivån på penningmarknaden

Riksbankens överordnade mål för penningpolitiken är att åstadkomma en varaktigt låg och stabil inflation.¹ Riksbankens huvudsakliga verktyg för att bedriva penningpolitiken och uppnå detta mål är styrräntan. Det penningpolitiska styrsystemet finns i sin tur till för att implementera den beslutade styrräntenivån på marknaden. Det medför att styrsystemet används för att bedriva såväl expansiv som kontraktiv penningpolitik.

* Författarna vill tacka Heidi Elmér, Jens Iversen, Per Åsberg-Sommar, Per Kvarnström, Jan Schüllerqvist, Ulf Söderström och Marianne Nessén för värdefulla kommentarer på artikeln samt Caroline Jungner och Elizabeth Nilsson för klarspråksgranskning respektive översättning till engelska. De åsikter som uttrycks i artikeln är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

¹ Att penningpolitiken ska inriktas mot en varaktigt låg och stabil inflation är fastslaget i riksbankslagen (SFS 2022:1568). När det reformerade styrsystemet gradvis trädde ikraft under år 2019–2022 gällde den tidigare riksbankslagen (SFS 1988:1385). Där angavs att "målet för Riksbankens verksamhet [skulle] vara att upprätthålla ett fast penningvärde". Riksbanken tolkar sitt uppdrag på samma sätt nu som under tidigare skrivning, nämligen att upprätthålla en stabilt låg inflation. Det är Riksbankens direktion som beslutar vilken nivå styrräntan ska ligga på för att på bästa sätt ge en varaktigt låg och stabil inflation.

Inom ramen för styrsystemet erbjuder Riksbanken en begränsad krets av aktörer möjligheten att ingå finansiella transaktioner med Riksbanken. Det innebär att dessa aktörer, som kallas för penningpolitiska motparter, får en möjlighet att placera eller låna likvida medel hos Riksbanken, och att Riksbanken kan styra deras kostnad för kortfristig likviditetsutjämning.² På så sätt kan Riksbanken även påverka räntebildningen för motsvarande, eller nära substitut, till dessa transaktioner på penningmarknader med korta löptider (korta penningmarknader). Den räntenivå som Riksbanken etablerar på dessa korta penningmarknader fortplantar sig sedan till marknadsräntor med längre löptider, och påverkar därigenom även de räntor som hushåll och företag möter. Riksbanken kan på så vis påverka räntebildningen, och i förlängningen även realekonomin och inflationen.

I juni 2022 slutförde Riksbanken en reform som hade pågått under ett antal år. Reformen gällde det penningpolitiska styrsystemet.³ Reformen genomfördes eftersom det fanns ett behov av att förvalta och förbättra det befintliga styrsystemet som hade tillämpats sedan 1994. Avsikten var att förbättra räntestyrningen, anpassa styrsystemet till den utveckling som skett på betal- och finansmarknaderna de senaste decennierna samt att bättre rusta styrsystemet för den utveckling som kan komma att ske på dessa marknader framöver.

I den här artikeln redogör vi för hur styrsystemet är utformat och varför det ser ut som det gör. Kort diskuterar vi även i vilken utsträckning styrsystemet fungerar som tänkt - om det uppnår sitt mål, och hur det förhåller sig till andra centralbankers styrsystem och deras utveckling sedan finanskrisen.

Riksbanken har inom ramen för styrsystemet möjlighet att använda ett antal olika instrument utöver de som vi redogör för i den här artikeln. Vi fokuserar på hur styrsystemet används för att implementera den beslutade nivån på styrräntan. Vi redogör därför endast för de instrument som används för att styra marknadsräntor med de kortaste löptiderna samt för att kortsiktigt påverka banksystemets likviditetsställning. Följaktligen diskuterar vi inte andra instrument som Riksbanken kan använda, eller som används av andra anledningar än att implementera nivån på styrräntan. Vi tar därmed inte upp Riksbankens köp och försäljningar av värdepapper på andrahandsmarknaden, vilka påverkar längre marknadsräntor och likviditetsställningen mer långsiktigt, eller Riksbankens användning av valutaswappar.⁴

Artikeln inleds med ett avsnitt där vi förklarar grunderna i hur ett penningpolitiskt styrsystem fungerar. Därefter redogör vi i avsnitt 3 för de viktigaste målen och restriktionerna som har legat till grund för utformningen av Riksbankens styrsystem. I

² En centralbank väljer sin penningpolitiska motparts-krets utifrån vilka aktörer som bedöms vara viktiga för den penningpolitiska transmissionen. Vanligen utgörs motparts-kretsen av kreditinstitut, men kan även inkludera andra typer av finansiella aktörer (Hansson och Wallin Johansson, 2023). Riksbankens penningpolitiska motparter utgörs av kreditinstitut med hemvist eller filial i Sverige, se avsnitt 4.3.

³ Se appendix för en sammanfattning av förändringarna. Se även remissen *Riksbankens nya räntestyrningssystem* samt besluten om reformeringen den 24 september 2019 respektive den 22 mars 2022 för en mer utförlig beskrivning av de förändringar som genomförts samt motiven bakom dem.

⁴ Riksbanken kan använda valutaswappar inom ramen för styrsystemet i syfte att stabilisera dagslåneräntan, men gör det i dagsläget endast i undantagsfall för att förhindra att specifika, valutarelaterade flöden får påverkan på dagslåne-marknaden i svenska kronor.

avsnitt 4 beskriver vi hur styrsystemet är utformat och vilka de huvudsakliga motiven bakom denna utformning är. Avsnittet är uppdelat i tre delar: en för varje grundkomponent i styrsystemet, som är instrument, säkerheter och motparter. I avsnitt 5 utvärderar vi om styrsystemet fungerar som tänkt, det vill säga om det lyckas stabilisera korta marknadsräntor nära styrräntan. I avsnitt 6 belyser vi Riksbankens styrsystem i en internationell kontext och avsnitt 7 består av avslutande ord.

2 Grunder för hur ett styrsystem fungerar

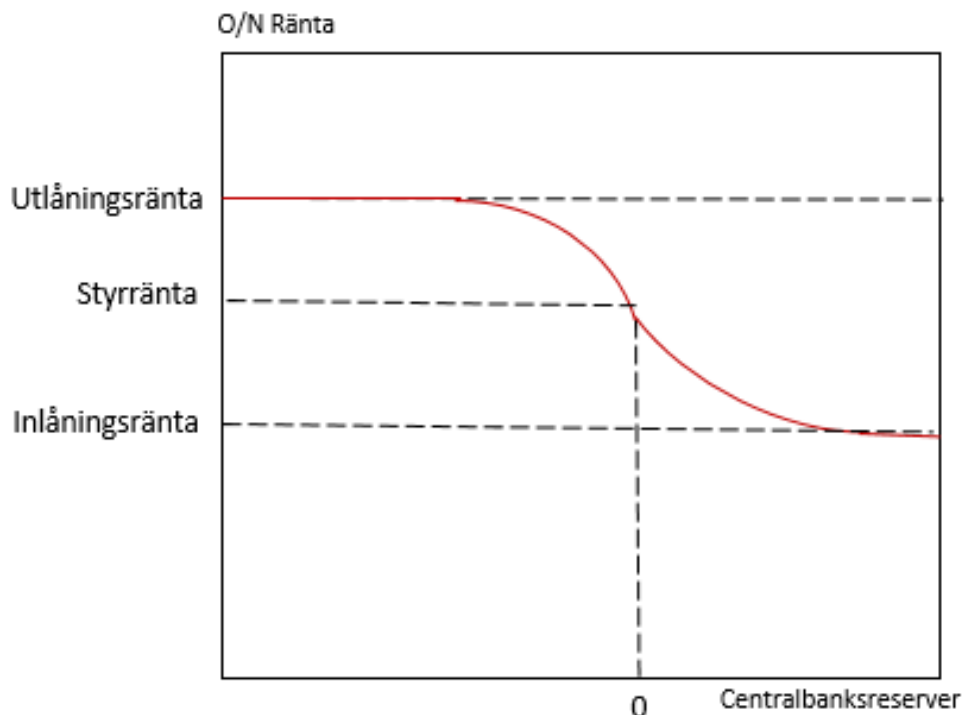
Kärnan i ett penningpolitiskt styrsystem är centralbankens förmåga att bestämma priset på pengar, det vill säga att bestämma till vilka räntor som penningpolitiska motparter kan låna och placera likvida medel i centralbanken. På så sätt kan centralbanken påverka de penningpolitiska motparternas incitament kopplade till deras kortfristiga likviditetsutjämning och styra räntebildningen på penningmarknadens allra kortaste del.

När en motpart placerar pengar i centralbanken kallas det att de håller centralbanksreserver, det vill säga att de har en fordran på centralbanken i den inhemska valutan. Eftersom centralbanken är den mest kreditvärdiga aktören i den inhemska valutan är en sådan fordran en i stort sett riskfri placering.

Centralbanken lånar vanligen även ut likvida medel till sina penningpolitiska motparter. Det gör den oftast till en högre ränta än vad den betalar på centralbanksreserver, se Figur 1 nedan. De två räntorna bildar styrsystemets räntekorridor. Inlåningsräntan, det vill säga den ränta som de penningpolitiska motparterna får för inlåning (centralbanksreserver), utgör golvet i räntekorridoren. Utlåningsräntan, det vill säga den ränta som de betalar för lån från centralbanken, utgör taket i korridoren.

Att det är en skillnad mellan in- och utlåningsräntorna kan skapa incitament för motparterna att hantera sin likviditet på marknaden istället för med centralbanken. Om en penningpolitisk motpart har ett placeringsbehov medan en annan har ett lånebehov kan de mötas på marknaden och komma överens om en ränta som ligger mellan den ränta de skulle få respektive betala hos centralbanken. Det gör att räntekorridoren sätter yttre gränser för räntebildningen mellan penningpolitiska motparter på marknaden för likviditetsutjämning över natten, det vill säga dagslånemarknadens kärna.

Figur 1. Illustration av efterfrågan på centralbanksreserver



Källa: Riksbanken

En central skillnad mellan olika centralbankers styrsystem handlar om hur centralbankens huvudsakliga styrränta förhåller sig till inlåningsräntan respektive utlåningsräntan, samt om centralbanken har en förutbestämd idé om hur mycket centralbanksreserver som centralbankens motparter ska hålla, se faktarutan nedan.

I korridorsystem utgör den huvudsakliga styrräntan vanligen mitten av räntekorridoren, medan den i golvsystem vanligtvis överensstämmer med inlåningsräntan. I ett korridorsystem tillhandahåller centralbanken vanligen den mängd centralbanksreserver som motparterna efterfrågar vid aktuell räntenivå, medan en centralbank med ett golvsystem tillhandahåller mer centralbanksreserver än vad som efterfrågas.

Hur centralbankens huvudsakliga styrränta förhåller sig till in- och utlåningsräntan är också indikativt för var i räntekorridoren som centralbanken vill stabilisera korta marknadsräntor samt vilka ytterligare in- och utlåningsmöjligheter som den erbjuder, det vill säga vilka transaktioner som centralbanken erbjuder sig att genomföra.

Riksbanken tillämpar ett symmetriskt korridorsystem, vilket innebär att avståndet mellan inlåningsräntan och styrräntan är lika stort som avståndet mellan utlåningsräntan och styrräntan. Det innebär också att Riksbanken vill stabilisera korta marknadsräntor i mitten av korridoren.

Den totala mängden centralbanksreserver bestäms alltid av centralbanken eftersom endast den kan förändra banksystemets sammantagna likviditetsställning gentemot

centralbanken.⁵ Normalt tillhandahåller Riksbanken den mängd reserver som banksystemet efterfrågar vid den aktuella räntenivån. Därutöver kan mängden reserver vara större än vad banksystemet efterfrågar till följd av exempelvis kompletterande penningpolitiska åtgärder som värdepappersköp samt att Riksbanken finansierar valutareserven genom att låna svenska kronor av banksystemet. På så vis skapas centralbanksreserver, eller fordringar på centralbanken som penningpolitiska motparter inte har något annat val än att placera i centralbanken.

Faktaruta: Typer av styrsystem⁶

Korridorsystem

I ett korridorsystem styr centralbanken dagslåneräntan mellan penningpolitiska motparter mot mitten av korridoren, i nivå med den huvudsakliga styrräntan. Den huvudsakliga styrräntan ligger vanligen på samma avstånd från korridorens golv, inlåningsräntan, som från korridorens tak, utlåningsräntan. Centralbanken använder marknadsoperationer för att antingen tillföra eller dränera likviditet så att banksystemets likviditetsställning gentemot centralbanken på daglig basis blir nära noll, det vill säga att systemet är i balans. Detta styr dagslåneräntan på marknaden mot mitten av räntekorridoren.

Golvsystem

I ett golvsystem styr centralbanken dagslåneräntan mellan penningpolitiska motparter mot botten av korridoren som utgörs av inlåningsräntan. Vanligen ligger inlåningsräntan på samma nivå som den huvudsakliga styrräntan. Utlåningsräntan utgör taket i korridoren och ligger högre än inlåningsräntan. Centralbanken använder marknadsoperationer för att säkerställa att banksystemet har ett likviditetsöverskott gentemot centralbanken, det vill säga att tillgången till centralbanksreserver överstiger banksystemets efterfrågan vid den aktuella räntenivån. Detta pressar ner dagslåneräntan på marknaden mot inlåningsräntan.

Kvotsystem

I ett kvotsystem slår centralbanken fast en målnivå för efterfrågan och följaktligen utbudet av centralbanksreserver. Målnivån motsvarar summan av individuellt satta kvoter av centralbanksreserver för respektive penningpolitisk motpart. Motparterna kan placera medel i centralbanken upp till den nivå som ges av sina respektive kvoter till en förhållandevis förmånlig ränta som vanligen motsvarar den huvudsakliga styrräntan. För att efterfrågan inte ska överstiga målnivån får motparterna den lägre inlåningsräntan för centralbanksreserver utöver deras kvot.

3 Mål och restriktioner för Riksbankens styrsystem

Det huvudsakliga syftet med ett penningpolitiskt styrsystem är att implementera penningpolitiken genom att styra korta marknadsräntor. I Riksbankens fall är syftet att stabilisera kortfristiga marknadsräntor nära den nivå på styrräntan som Riksbankens

⁵ Likviditetsställning kan även benämnas likviditetsposition.

⁶ Om en centralbank tillämpar kassakrav behöver motparterna hålla en viss, ofta begränsad, mängd reserver. Detta förändrar dock inte mekaniken bakom hur styrsystemen fungerar.

direktion har beslutat.⁷ Att åstadkomma en god räntestyrning där korta marknadsräntor hamnar nära styrräntan har således definierats som det primära målet för Riksbankens penningpolitiska styrsystem.

Det primära målet är dock inte det enda målet för styrsystemet. När en centralbank utformar sitt styrsystem tar den tvärtemot vanligen hänsyn till flera aspekter utöver det. Vilka dessa aspekter är och vilken tyngd de ges varierar mellan centralbanker. Generellt sett har en centralbank dock vanligen tre övergripande aspekter eller mål att förhålla sig till, se Bindseil (2016). Det första är styrsystemets penningpolitiska mål, det vill säga en effektiv räntestyrning. Det andra är ett finansiellt mål och omfattar exempelvis att centralbanken inte bör exponera sig för onödigt stora risker eller snedvridda marknader. Det tredje målet kan benämnas som styrsystemets generella mål och fångar in övriga relevanta aspekter, exempelvis att styrsystemet bör vara effektivt, automatiskt och transparent. Dessa mål, tillsammans med nio kriterier, har formulerats av Bindseil (2016) för att utvärdera styrsystem och belyser att centralbanker bör beakta ett antal olika faktorer när de utformar ett styrsystem, och att de är tätt sammankopplade. Om en centralbank väljer att endast fokusera på ett eller ett fåtal av kriterierna så sker det på bekostnad av de andra.

När Riksbanken reformerade sitt styrsystem beaktades följaktligen ett antal aspekter utöver det övergripande penningpolitiska målet att uppnå en god räntestyrning. De mest centrala aspekterna sammanfattas väl av de mål och restriktioner som Riksbanken har definierat för styrsystemet. De definierar vad Riksbanken vill uppnå med sitt styrsystem och under vilka restriktioner målen ska uppfyllas. Det är de kriterier som Riksbanken utvärderar sitt styrsystem mot, och som varit vägledande för utformningen av styrsystemet. Tabell 1 nedan sammanfattar dessa mål och restriktioner och i de tre efterföljande avsnitten redogörs de för i detalj.

⁷ Se Policy för Riksbankens penningpolitiska styrsystem.

Tabell 1. Mål och restriktioner för Riksbankens styrsystem

Klassificering	Definition
Primärt mål	Korta marknadsräntor ska hamna nära Riksbankens styrränta.
Sekundära mål	Styrsystemet ska vara enkelt, tydligt och förutsägbart.
	De penningpolitiska motparterna ska behandlas lika.
	Genomförandet av räntestyrningen ska vara kostnadseffektivt.
	De operationella riskerna ska vara låga.
Restriktioner	De finansiella riskerna ska vara begränsade.
	Styrsystemet ska inte negativt påverka betalningar i svenska kronor.
	Styrsystemet ska upprätthålla marknadens incitament att hantera och prissätta risk.
	Banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken ska inte påverka styrsystemets måluppfyllelse.

Anm. Styrsystemets mål och restriktioner har uttryckts på lite olika sätt av Riksbanken i olika dokument under reformeringsprocessen. Sammanställning ovan är hämtad från remissen *Riksbankens nya räntestyrningssystem* från juli 2019. Målen och restriktionerna är dock lätt omformulerade jämfört med remissen.

Källa: Riksbanken

3.1 Det primära målet är enbart penningpolitiskt

Det primära målet för Riksbankens styrsystem är att stabilisera korta marknadsräntor nära styrräntan. Det är nämligen de kortfristiga marknadsräntorna som Riksbanken har bäst förmåga att styra genom styrsystemet, och som utgör ankare för längre marknadsräntor.⁸ Att korta penningmarknadsräntor utgör ankare för marknadsräntor med längre löptid beror på att de längre marknadsräntorna i regel bestäms av förväntningar om framtida dagslåneräntor samt av olika riskpremier, som löptids-, likviditets- och kreditriskpremier.⁹ Ett styrsystem som gör det lätt att förutsäga hur de korta marknadsräntorna kommer att utvecklas bidrar därför till att stabilisera räntebildningen även på längre löptider för en rad olika finansiella instrument och marknader.

3.2 De sekundära målen avser övriga mål för styrsystemet

3.2.1 Styrsystemet ska vara enkelt, tydligt och förutsägbart

Ett styrsystem implementeras genom att en centralbank gör, eller erbjuder sig att göra, transaktioner med aktörer på finansiella marknader. För att dessa aktörer ska ha ett intresse av att interagera med centralbanken behöver fördelarna med att sätta sig in i hur styrsystemet fungerar och sedan nyttja det överväga kostnaderna för det. Ett enkelt, automatiskt och tydligt styrsystem sänker därför barriären för aktörer att interagera med Riksbanken. Det gör också att andra relevanta intressenter har lättare

⁸ Den ränta som Riksbanken har bäst förmåga att styra är den för likviditetsutjämning över natten. Likviditetsutjämningen i svenska kronor sker vanligen på en löptid upp till en vecka. Se Kronstedt Metz (2005) för en redogörelse av marknaden för likviditetsutjämning i svenska kronor.

⁹ Se Fransson och Tysklind (2016) för en beskrivning av hur transmissionen från dagslåneräntan till övriga räntor i ekonomin går till.

att förstå hur Riksbanken interagerar med sina penningpolitiska motparter, och varför.

Ett förutsägbart styrsystem skapar också transparens kring hur Riksbanken kommer att agera framöver. Det underlättar för företag och privatpersoner att förutse och agera utifrån de penningpolitiska avvägningarna. På så sätt blir penningpolitiken mer effektiv och transparent.¹⁰

3.2.2 De penningpolitiska motparterna ska behandlas lika

Riksbanken är en myndighet under riksdagen och tillämpar därför den så kallade likabehandlingsprincipen.¹¹ Det är en central princip i svensk rättsordning som innebär att Riksbanken inte får särbehandla någon utan stöd i lagen. Det betyder att Riksbanken i allt väsentligt bör behandla sina penningpolitiska motparter på ett likvärdigt sätt.¹² Eventuella avsteg från principen bör endast göras utifrån objektiva kriterier och om det tydligt gör styrsystemet mer effektivt och resulterar i en bättre räntestyrning.

3.2.3 Det primära målet ska uppnås på ett kostnadseffektivt sätt med låga risker

Styrsystemet ska inte ge upphov till oproportionellt stora finansiella risker för Riksbanken. Detta för att begränsa eventuella finansiella förluster för Riksbanken och säkerställa att Riksbanken alltid kan utföra sina uppgifter och åtaganden självständigt. Styrsystemet ska även omgärdas av så lite operationella risker som möjligt för att säkerställa att styrsystemet alltid implementeras som det är tänkt. Det skapar en trygghet för såväl de penningpolitiska motparterna som för Riksbanken. Styrsystemet ska även vara kostnadseffektivt för att inte slösa med Riksbankens, och i förlängningen, samhällets resurser.

3.3 Restriktioner för styrsystemet

3.3.1 Banksystemets likviditetsställning ska inte påverka måluppfyllelsen

Banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken motsvarar banksystemets totala fordran på, eller skuld till, Riksbanken.¹³ Om banksystemet som helhet har ett underskott på likviditet har banksystemet en skuld till Riksbanken, vilket är en tillgång för Riksbanken. Om banksystemet däremot har ett överskott på likviditet har Riksbanken istället en skuld till banksystemet. Hur stor denna balansräkningspost är varierar över tid och beror på en rad faktorer, såväl endogena som exogena, och

¹⁰ Se exempelvis ECB (2006) för en diskussion om hur förutsägbarhet kring det penningpolitiska styrsystemet och penningpolitiken mer generellt kan påverka dess effektivitet.

¹¹ Denna princip framgår av 5 § andra stycket av förvaltningslagen 2017:900.

¹² Att tillämpa likabehandling utesluter dock inte att Riksbanken kan ställa differentierade krav på penningpolitiska motparter utifrån objektiva kriterier, om det finns goda skäl till det. I dagsläget tillämpas detta exempelvis i förhållande till kraven om rapportering av genomförda transaktioner på penningmarknaden, där de mer aktiva aktörerna på penningmarknaden rapporterar sina transaktioner dagligen medan de penningpolitiska motparter som är mindre aktiva rapporterar årligen.

¹³ Se Kjellberg och Vestin (2019) för en redogörelse av de olika posterna på Riksbankens balansräkning samt vilka faktorer som påverkar dem.

påverkas bland annat av hur Riksbanken hanterar sina övriga balansräkningsposter.¹⁴ Riksbankens policyåtgärder kan också påverka balansräkningen. Ett exempel på det är Riksbankens köp och försäljningar av värdepapper.¹⁵

På grund av att banksystemets likviditetsställning varierar över tid strävar Riksbanken efter att styrsystemet ska uppnå en god räntestyrning oavsett vad den aktuella likviditetsställningen är. Det ska fungera lika bra när banksystemet har ett likviditetsöverskott som när det har ett likviditetsunderskott, men också när det är i balans. Det kallas för att styrsystemet är universellt. Ett universellt styrsystem skapar en flexibilitet för Riksbanken att kunna vidta lämpliga åtgärder vid vart tillfälle utan att det sker på bekostnad av styrsystemets funktionalitet. Det gäller oavsett om Riksbanken vidtar policyåtgärderna av penningpolitiska skäl eller av andra anledningar. Det kan exempelvis handla om att stötta ekonomin under en kraftig recession, att övergå till en egenfinansierad guld- och valutareserv eller att introducera en elektronisk centralbanksvaluta.¹⁶

3.3.2 Styrsystemet ska inte påverka betalmarknaden negativt

I enlighet med riksbankslagen ska Riksbanken utöver sitt penningpolitiska uppdrag och mål bidra till ett effektivt och stabilt finansiellt system, vilket innebär att allmänheten ska kunna göra betalningar. Det faller sig därför naturligt att Riksbankens verktyg för att uppnå det penningpolitiska målet inte ska hindra Riksbanken från att uppfylla sina övriga uppdrag. Styrsystemet bör därmed utformas på ett sätt som gör att det kan fungera trots, och utan att hindra, utvecklingen på betalmarknaden.

3.3.3 Styrsystemet ska upprätthålla marknadens incitament att prissätta risk

Det är viktigt för Riksbanken att kunna styra marknadsräntor för att på så sätt kunna påverka ekonomin och i förlängningen inflationen. Samtidigt är det lämpligt att Riksbanken inte påverkar marknaderna mer än nödvändigt, det vill säga att Riksbanken inte bidrar till att tränga ut vissa marknadssegment eller väsentligt förändrar marknadernas dynamik. Att upprätthålla, eller i alla fall inte underminera, de finansiella marknadernas incitament att prissätta risk är ett sätt att säkerställa det.

¹⁴ Med endogen avses sådan påverkan som uppstår till följd av Riksbankens beslut, medan exogen påverkan uppkommer till följd av sådant som ligger utanför Riksbankens kontroll. Endogena faktorer kan Riksbanken i viss mån förutse och påverka. En sådan endogen faktor är hur Riksbanken ska finansiera utdelningar till staten och när de ska betalas, eller hur stor guld- och valutareserven bör vara. Exogena faktorer ligger utanför Riksbankens kontroll. Ett exempel på det är mängden utestående sedlar och mynt, som bestäms av allmänhetens efterfrågan.

¹⁵ Riksbankens transaktioner i värdepapper av penningpolitiska skäl är ett exempel på policyåtgärder som påverkat banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken. Köpen av värdepapper finansierades med en ökning av den penningpolitiska skulden, vilket ökade banksystemets likviditetsöverskott. Riksbanken låter för närvarande värdepappersinnehaven avvecklas genom förfall och försäljningar, vilket bidrar till att likviditetsöverskottet åter minskar.

¹⁶ Samtliga av dessa åtgärder påverkar banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken. Förutsättningarna för att genomföra dessa och liknande åtgärder skulle därför se annorlunda ut om Riksbankens styrsystem inte skulle ha denna restriktion.

4 Utformningen av Riksbankens styrsystem

I detta avsnitt redogör vi för hur Riksbankens styrsystem är utformat och vilka de huvudsakliga motiven bakom denna utformning är. Avsnittet är uppdelat i tre delar:

4.1 redogör för styrsystemets instrument, 4.2 för de säkerhetskrav som Riksbanken tillämpar för styrsystemet och 4.3 för Riksbankens motpartskrets i styrsystemet.

4.1 Instrumenten i det penningpolitiska styrsystemet

Instrumenten i Riksbankens penningpolitiska styrsystem utgörs av placerings- och utlåningsmöjligheter i Riksbanken. Instrumenten kan delas in i två kategorier: stående faciliteter och marknadsoperationer. **Stående faciliteter** styr marginalkostnaden för likviditet över natten, det vill säga kostnaden för motparternas sista lånade eller placerade krona. De sätter därmed de yttre gränserna för Riksbankens räntekorridor och för dagslåneräntan mellan de penningpolitiska motparterna.

Marknadsoperationer är olika former av transaktioner som tillfälligt påverkar banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken. Syftet med dessa är att stabilisera dagslåneräntan i mitten av korridoren, nära styrräntan. De är också ett viktigt verktyg för att tydligt signalera nivån på styrräntan.

4.1.1 Utformningen av styrsystemets instrument

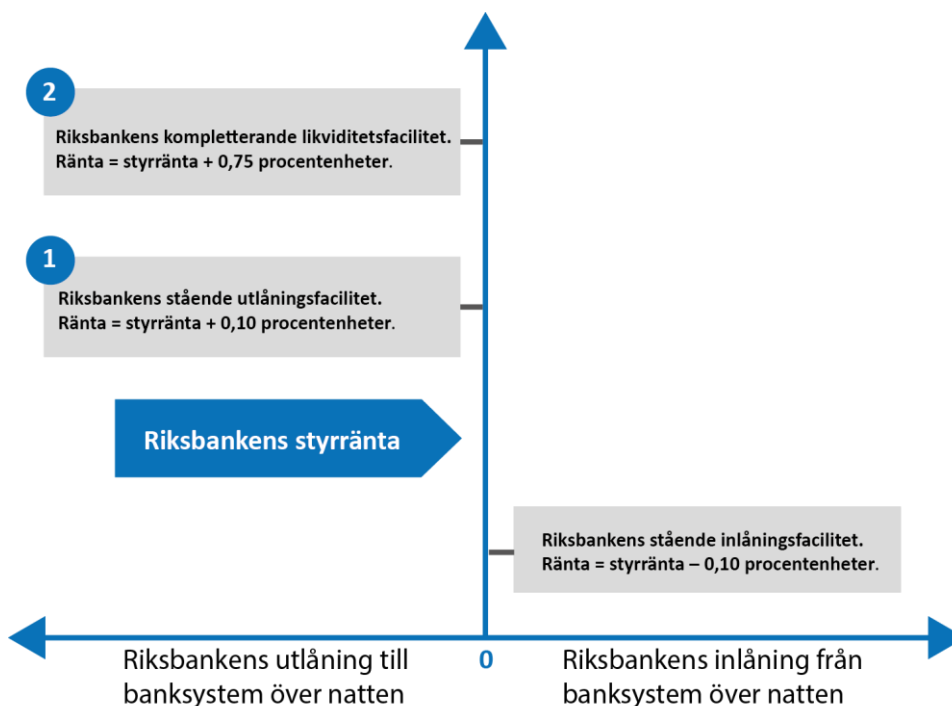
Riksbanken har **stående faciliteter** för både in- och utlåning. Gemensamt för dem är att de har en löptid över natten och att de penningpolitiska motparterna alltid kan utnyttja dem på eget initiativ.¹⁷ Se Figur 2 nedan för en illustration av de stående faciliteterna.

Om en penningpolitisk motpart har ett överskott på likviditet vid slutet av dagen har den möjlighet att placera det i Riksbankens stående inlåningsfacilitet över natten. Det finns ingen övre gräns för hur mycket motparterna får placera i den stående inlåningsfaciliteten och den ränta de får, inlåningsräntan, motsvarar styrräntan med ett avdrag om 10 räntepunkter.¹⁸ Om en motpart istället har ett underskott vid slutet av dagen, ges den i första hand möjlighet att låna via Riksbankens stående utlåningsfacilitet. I faciliteten får motparterna låna en obegränsad volym i utbyte mot att de lämnar tillräckligt med primära säkerheter (se avsnitt 4.2.1) i pant till Riksbanken. Den ränta som de betalar, utlåningsräntan, motsvarar den styrränta som vid tillfället gäller med ett tillägg om 10 räntepunkter. Räntorna på dessa två faciliteter skapar en 20 räntepunkter bred korridor som sätter gränserna för räntorna på dagslånemarknaden (se avsnitt 2).

¹⁷ Formellt sett löper kredit respektive inlåning under de stående faciliteterna från bytet av valutadag i RIX till dess att RIX-RTGS öppnar för likviditetsöverföringar påföljande valutadag. Tidpunkten för detta är normalt klockan 18.00–19.00.

¹⁸ En räntepunkt är en hundradels procentenhet och är ett begrepp som vanligen används i finansiella sammanhang. 10 räntepunkter är följaktligen detsamma som 0,10 procentenheter. Räntepunkt kan även benämnas baspunkt.

Figur 2. Stående faciliteter i Riksbankens styrsystem



Anm. Rutorna med siffror refererar till de säkerhetsmassor som krävs för att nyttja respektive utlåningsfacilitet: primär (ruta 1) respektive sekundär (ruta 2) säkerhetsmassa.

Källa: Riksbanken

Om en penningpolitisk motpart inte har tillräckligt med primära säkerheter för att täcka sitt lånebehov i den stående utlåningsfaciliteten kan den låna den överskjutande volymen i den kompletterande likviditetsfaciliteten. I faciliteten kan nämligen motparterna låna mot en bredare krets av säkerheter (sekundära säkerhetsmassan, se avsnitt 4.2.1), men då till en högre ränta. Likviditetsfacilitetsräntan motsvarar styrräntan med ett tillägg om 75 räntepunkter.

Till skillnad från stående faciliteter erbjuder Riksbanken **marknadsoperationer** endast vid specifika tillfällen som Riksbanken bestämmer, vanligen en gång i veckan, och i begränsad volym.¹⁹ Om Riksbanken erbjuder motparter möjligheten att placera eller låna likviditet i marknadsoperationer beror på om banksystemet som helhet har ett överskott eller underskott på likviditet gentemot Riksbanken.

När banksystemet har ett likviditetsöverskott erbjuder Riksbanken motparterna en placeringsmöjlighet, det vill säga att Riksbanken dränerar banksystemet på likviditet. Det genomförs genom att Riksbanken erbjuder sig att emittera riksbankscertifikat. Riksbankscertifikaten emitteras till en ränta motsvarande den aktuella styrräntan och har vanligen en veckas löptid. Riksbankscertifikaten som är en typ av värdepapper kan

¹⁹ På grund av att marknadsoperationerna erbjuds i begränsad volym erbjuds de genom ett auktionsförfarande där motparter lämnar bud om önskad volym. Om auktionerna övertecknas så tillämpar Riksbanken tilldelning pro rata i auktionerna.

även omsättas på andrahandsmarknaden. Det är också möjligt för motparterna att sälja tillbaka riksbankscertifikaten till Riksbanken innan de förfaller.

På grund av att det svenska banksystemet har haft ett likviditetsöverskott gentemot Riksbanken sedan 2008 har de huvudsakliga marknadsoperationerna sedan dess utgjorts av emissioner av riksbankscertifikat. Om banksystemet däremot hade haft ett likviditetsunderskott gentemot Riksbanken skulle Riksbanken erbjuda motparterna utlåning i marknadsoperationerna, det vill säga tillföra banksystemet likviditet. Det skulle då genomföras antingen genom att Riksbanken erbjuder penningpolitiska repor eller utlåning. Båda skulle göras med en veckas löptid, till den aktuella styrräntan och mot den primära säkerhetsmassan, se avsnitt 4.2.

Oavsett om Riksbanken använder marknadsoperationer för att tillföra eller dränera banksystemet på likviditet erbjuds marknadsoperationerna i en begränsad volym, vanligen motsvarande banksystemets aktuella likviditetsställning gentemot Riksbanken.²⁰ När motparternas sammanlagda efterfrågan på att placera eller låna likvida medel motsvarar den volym som Riksbanken erbjuder balanseras systemet nära noll under marknadsoperationens löptid. Det medför att dagslåneräntan mellan de penningpolitiska motparterna stabiliseras nära styrräntan. Det är dock vanligt att motparter väljer att hålla en mindre likviditetsbuffert, och därmed inte efterfrågar hela den erbjudna volymen. Det gör de för att på egen hand kunna hantera variationer och överraskningar i sina prognostiserade in- och utflöden av betalningar under marknadsoperationens löptid.

Genom att begränsa den erbjudna volymen i marknadsoperationer minskar Riksbanken risken för att banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken byter tecken under marknadsoperationernas löptid, det vill säga att banksystemet som helhet går från ett överskott till ett underskott eller vice versa. Det innebär att motparterna snabbt går från att behöva placera pengar, till att låna pengar, eller vice versa, och är önskvärt att undvika eftersom det riskerar att orsaka onödig volatilitet i dagslånemarknaden.

Instrumentens syfte och centrala egenskaper sammanfattas i Tabell 2 nedan och i efterföljande avsnitt redogör vi för skälen bakom deras utformning i närmare detalj.

²⁰ Riksbanken har vid ett antal tillfällen och längre perioder frångått denna princip och erbjudit en mindre emissionsvolym än banksystemets sammantagna likviditetsställning gentemot Riksbanken. Detta för att förebygga störningar i räntebildningen när särskilda förhållanden förelegat. Se fotnot 38 för mer information om när och varför Riksbanken senast tillämpade avvikelser från principen.

Tabell 2. Riksbankens instrument i styrsystemet

Instrument	Syfte	Centrala egenskaper
Stående inlåningsfacilitet	Används för att hantera tillfälliga likviditetsöverskott vid slutet av dagen samt utgöra golvet för räntebildning på dagslånemarknaden.	<ul style="list-style-type: none"> - Inlåning - På motparters begäran - Löptid över natten - Inlåningsräntan
Stående utlåningsfacilitet	Används för att hantera tillfälliga likviditetsunderskott vid slutet av dagen samt utgöra taket för räntebildning på dagslånemarknaden.	<ul style="list-style-type: none"> - Utlåning mot säkerhet - På motparters begäran - Löptid över natten - Utlåningsräntan - Primär säkerhetsmassa
Kompletterade likviditetsfacilitet	Används som back-stop och för att hantera tillfälliga likviditetsunderskott vid slutet av dagen i de fall då motparterna inte har tillräckliga primära säkerheter.	<ul style="list-style-type: none"> - Utlåning mot säkerhet - På motparters begäran - Löptid över natten - Likviditetsfacilitetsräntan - Sekundär säkerhetsmassa
Emission av riksbankscertifikat	Används för att balansera systemet när banksystemet har ett strukturellt likviditetsöverskott gentemot Riksbanken.	<ul style="list-style-type: none"> - Inlåning - Riksbanken styr utbudet - Löptid på en vecka - Styrräntan
Penningpolitiska repor/ utlåning på längre löptid	Används för att balansera systemet när banksystemet har ett strukturellt likviditetsunderskott gentemot Riksbanken.	<ul style="list-style-type: none"> - Utlåning mot säkerhet - Riksbanken styr utbudet - Löptid på en vecka - Styrräntan - Primär säkerhetsmassa

Källa: Riksbanken

4.1.2 Skälen till instrumentens utformning

Korridorsystemet är universellt och flexibelt

Som vi beskrev i avsnitt 2 finns det tre dominerande kategorier av styrsystem, varav Riksbanken tillämpar ett korridorsystem. Denna kategori av styrsystem svarar nämligen enligt Riksbankens bedömning bäst upp mot de mål och restriktioner som definierats för styrsystemet.

Ett korridorsystem kan fungera väl oavsett hur banksystemets likviditetsställning är gentemot centralbanken. Detta i motsats till golv- och kvotssystem som kräver att banksystemet har ett likviditetsöverskott. Korridorsystemet är därmed universellt, vilket har flera viktiga fördelar. Det skapar exempelvis en flexibilitet för Riksbanken att kunna vidta lämpliga policyåtgärder utan att det sker på bekostnad av styrsystemets funktionalitet. Detta är viktigt eftersom policyåtgärder ofta påverkar Riksbankens balansräkning, se avsnitt 3.3.1. Att styrsystemet är universellt skapar också förutsättningar för ett robust styrsystem som håller över tid. Det är exempelvis en öppen fråga hur digitala centralbanksvalutor och andra innovationer på betalmarknaden eller det finansiella systemet i stort kan komma att påverka banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken framöver.

Eftersom korridorsystemet inte kräver att Riksbanken upprätthåller ett likviditetsöverskott, och därmed har en stor balansräkning är det också förknippat med mindre finansiella risker än de övriga två huvudtyperna av styrsystem. Det minskar exempelvis risken att Riksbanken gör stora finansiella förluster på grund av

att tillgångar som hålls på balansräkningen för att upprätthålla likviditetsöverskottet varierar i värde. Det finns även en risk att ett banksystem som försätts i ett permanent likviditetsöverskott efterfrågar mer och mer likviditet, vilket kräver att centralbankens balansräkning fortsätter växa.²¹ Denna risk minskar för Riksbank som genom korridorsystemet signalerar att Riksbanken inte avser att permanent upprätthålla en situation där banksystemet har ett likviditetsöverskott.

Ett korridorsystem kan också skapa incitament för motparter att i första hand söka marknadslösningar för sin dagliga likviditetsutjämning, och vända sig till centralbanken i andra hand, se avsnitt 2.2. Det innebär att Riksbanken genom att tillämpa ett korridorsystem kan förbättra incitamenten för en aktiv penningmarknad.

En smal korridor begränsar volatilitet i dagslåneräntan

Riksbanken tillämpar en smal symmetrisk räntekorridor om 20 räntepunkter. Att korridoren är symmetrisk, snarare än asymmetrisk, ger en tydlig signal om styrräntan. Om banksystemets likviditetsställning över natten är balanserad blir väntevärdet för dagslåneräntan mellan penningpolitiska motparter nämligen lika med styrräntan.

I ett korridorsystem är bredden på korridoren är en avvägning mellan att å ena sidan skapa incitament för motparterna att söka marknadslösningar för sin likviditetshantering, å andra sidan begränsa volatiliteten i dagslåneräntan.²² Med en bred korridor får motparterna starkare incitament att använda sig av marknadslösningar för sin likviditetshantering eftersom det blir dyrare att vända sig till centralbanken. Samtidigt innebär det att fluktuationerna i dagslåneräntan, som vanligen begränsas av nivån på centralbankens in- och utlåningsräntor, kan bli stora. Enligt samma resonemang avtar incitamenten att söka marknadslösningar när korridoren görs smalare. Det gör även fluktuationerna i dagslåneräntan. Samtidigt bör det beaktas att interbankaktiviteten i Sverige, liksom i flera andra länder, har minskat betydligt efter den globala finanskrisen.

Riksbanken bedömer att de två motiven balanseras väl när korridoren är 20 räntepunkter bred. En sådan korridorbredd bör ge motparterna incitament till en viss aktivitet på interbankmarknaden, särskilt eftersom Riksbanken erbjuder kredit i den stående utlåningsfaciliteten endast mot högkvalitativa säkerheter, se avsnitt 4.2. Samtidigt bör det säkerställas att alternativkostnaden för att låna eller placera i Riksbanken inte är alltför hög och att dagslåneräntan mellan penningpolitiska motparter inte fluktuerar med mer än 20 räntepunkter på en dag. Det skapar goda förutsättningar för en förutsägbar räntebildning.

Utifrån ett räntestyrningsperspektiv spelar det ingen roll för Riksbanken om de penningpolitiska motparterna lånar likvida medel i utlåningsfaciliteten eller om de placerar i inlåningsfaciliteten, se avsnitt 2. Av olika skäl finns det dock vanligtvis ett stigma förknippat med att låna från centralbanken. En smal korridor där Riksbanken

²¹ Se exempelvis Acharya m.fl. (2022) för en diskussion om drivkrafterna bakom detta fenomen.

²² Se exempelvis Bindseil och Jablecki (2011) för en empirisk studie om hur korridorbredden påverkar volatilitet i dagslåneräntor och hur motparter väljer att hantera sin likviditetsutjämning.

lånar ut mot högkvalitativa säkerheter borde kunna minska detta stigma och dämpa de penningpolitiska motparternas ovilja att vid behov utnyttja utlåningsfaciliteterna.

Två utlåningsfaciliteter gör en smalare räntekorridor möjlig och stärker incitamenten att använda högkvalitativa säkerheter

Som framgår ovan finns det tydliga fördelar med att tillämpa en smal, symmetrisk korridor. En sådan korridor förutsätter dock att utlåningsräntan inte skiljer sig markant från styrräntan, vilket är en förhållandevis generös prissättning. För att motivera denna generösa prissättning anser Riksbanken att en motpart bör lämna högkvalitativa säkerheter i pant. Samtidigt är det angeläget för Riksbanken att inte minska motparternas sammantagna möjligheter att vid behov kunna byta säkerheter mot likviditet. Därför erbjuder Riksbanken två utlåningsfaciliteter med olika säkerhetskrav och räntesättning.

Riksbanken tillämpar en större skillnad i faciliteternas utlåningsräntor än vad motsvarande skillnad är för att på repomarknaden låna mot de två olika typerna av säkerheter. Detta för att dels stärka motparternas incitament att söka marknadslösningar för sin likviditetsutjämning, dels skapa incitament för att i första hand använda statspapper och centralbanksfordringar (primära säkerhetsmassan) som säkerhet vid kredit från Riksbanken, och i andra hand använda något mer riskfyllda, men ändå betryggande, säkerheter (sekundära säkerhetsmassan). Därtill minskar det den kreditrisk Riksbanken exponeras mot. Det kan även ses som att Riksbanken främst styr räntan på lån mot de säkrare tillgångarna, och att marknaden själv får sätta relativpriset mot andra tillgångar.

4.2 Säkerheterna inom det penningpolitiska styrsystemet

Riksbanken lämnar endast krediter till de penningpolitiska motparterna mot att de lämnar betryggande säkerheter i pant. Det är en skyldighet som följer av riksbankslagen. Dessutom är det ett sätt för Riksbanken att begränsa sina kreditrisker, och därigenom skydda sitt kapital. Ramverket för säkerheter styr dels vilka värdepapper och valutor Riksbanken accepterar som säkerhet, dels hur de värderas. Därtill är ramverket ett verktyg som Riksbanken kan använda för att styra motparternas kostnader och incitament för att låna från Riksbanken.

Att Riksbanken endast ger kredit mot säkerhet innebär att det inte är nödvändigt att tillämpa olika räntevillkor för olika motparter beroende på deras kreditvärdighet. Att Riksbanken tillämpar ett ramverk för samtliga motparter innebär att motparterna behandlas lika. Det förenklar också styrsystemet, vilket bidrar till en tydlig och transparent penningpolitisk signalering.

4.2.1 Krav som Riksbanken ställer avseende säkerheter

Riksbanken accepterar säkerheter som i huvudsak utgörs av olika typer av svenska och utländska värdepapper med hög kreditvärdighet. I viss mån godtas även säkerheter i form av valuta.

För att ett värdepapper ska godtas som säkerhet behöver det uppfylla en rad kvalifikationskrav. Det behöver bland annat ha ett högt kreditbetyg, en viss utestående volym, vara emitterat av en godkänd aktör med hemvist i ett land som Riksbanken godkänner, vara noterat på en reglerad marknad, kontofört enligt särskilda regler samt vara utställt i en valuta som Riksbanken godkänner.²³

Säkerheterna som de penningpolitiska motparterna lämnar i pant hos Riksbanken värderas dagligen. Det aktuella marknadsvärdet utgör grunden för Riksbankens värdering, men för att säkerheterna ska anses betryggande görs även värderingsavdrag (eng. haircuts) för värdepappernas likviditets-, löptids- och valutarisk.²⁴ Detta justerade värde är det som sedan utgör grunden för hur mycket en penningpolitisk motpart kan låna från Riksbanken (se avsnitt 4.1).

Ifall de pantsatta säkerheterna i stor utsträckning utgörs av ett enskilt tillgångsslag möter Riksbanken en koncentrationsrisk. För att minska den tillämpar Riksbanken även villkor som reglerar sammansättningen av de säkerheter penningpolitiska motparter ställer. Dessa villkor innebär att det finns gränser för hur stor andel av de ställda säkerheterna som får utgöras av säkerställda obligationer samt hur stor andel som får vara utgiven av en och samma emittent, eller flera emittenter med nära koppling till varandra.

Dessa villkor utgör grunden för vilka säkerheter som Riksbanken accepterar som säkerhet vid lån, och hur de värderas. Därutöver gör Riksbanken en uppdelning av säkerheterna i två säkerhetsmassor, en primär och en sekundär. Det är en följd av hur utlåningsfaciliteterna är utformade (se avsnitt 4.1.1). Motparten kan använda den primära säkerhetsmassan vid lån i den stående utlåningsfaciliteten och den sekundära säkerhetsmassan vid lån i den kompletterande likviditetsfaciliteten. Båda säkerhetsmassor accepteras för intradagskrediter i Riksbankens betalningssystem RIX.

Den primära säkerhetsmassan utgörs av:

- i. värdepapper utgivna av en stat
- ii. värdepapper utgivna av en centralbank
- iii. andra fordringar på en centralbank.

Den sekundära säkerhetsmassan utgörs av övriga säkerheter som Riksbanken accepterar. Dessa är:

- i. värdepapper utgivna av mellanstatliga organisationer
- ii. värdepapper som är garanterade av en stat
- iii. säkerställda värdepapper
- iv. värdepapper utgivna av så kallade agencies²⁵
- v. övriga värdepapper som uppfyller Riksbankens villkor.

²³ Se Villkor för RIX och penningpolitiska instrument, Bilaga H4 Anvisningar Säkerheter, för en detaljerad redogörelse för de krav som ställs på värdepapper för att accepteras som säkerhet. Kravet om att säkerheten ska vara noterat på en reglerad marknad gäller inte för riksbankscertifikat.

²⁴ Se Villkor för RIX och penningpolitiska instrument, Bilaga H4 Anvisningar Säkerheter, för en detaljerad redogörelse av de värderingsavdrag som Riksbanken tillämpar.

²⁵ Med agencies menas vissa aktörer med statliga eller delstatliga garantier, som amerikanska Federal Home Loan Mortgage Corporation ("Freddie Mac") och Federal National Mortgage Association ("Fannie Mae"), europeiska European Financial Stability Facility (EFSF) samt tyska Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW). Se bilaga 2 till bilaga H4 i Villkor för RIX och Penningpolitiska instrument för den fullständiga listan.

4.2.2 Skälen till de krav som Riksbanken ställer beträffande säkerheter

Flera typer av säkerheter accepteras så att motparter alltid kan låna vid behov

Riksbanken accepterar ett flertal valutor, värdepapper och fodringar som säkerhet för att säkerställa att de penningpolitiska motparterna kan låna från Riksbanken om de behöver. Generellt sett accepterar Riksbanken skuldförbindelser från de länder som Riksbanken bedömer har ett jämförbart skydd för investerare som i Sverige.

De säkerheter Riksbanken accepterar för utlåning i det penningpolitiska styrsystemet motsvarar också de säkerheter som Riksbanken accepterar för intradagskrediter i betalningssystemet RIX.²⁶ På så sätt säkerställer Riksbanken att det inte uppstår en situation där de penningpolitiska motparterna kan låna över dagen men inte kan rulla krediten över natten.

Grunderna för värderingsavdrag är samma för alla typer av säkerheter

Riksbanken tillämpar olika räntor för utlåning mot primär respektive sekundär säkerhetsmassa. Den distinktionen är tydlig genom att Riksbanken har två separata utlåningsfaciliteter, den stående utlåningsfaciliteten och den kompletterande likviditetsfaciliteten. Den främsta anledningen till att Riksbanken differentierar mellan säkerhetsmassorna på detta sätt, det vill säga tillämpar olika räntor, och inte genom att använda olika värderingsavdrag för de olika säkerhetsmassorna, är att Riksbanken på så vis inte gör det dyrare för motparterna att använda sekundär säkerhetsmassa vid kredit över dagen. Därtill gör det ramverket för säkerheter både enklare och tydligare.

Se avsnitt 4.1.2 för en förklaring av varför Riksbanken differentierar mellan utlåning mot primär respektive sekundär säkerhetsmassa.

4.3 Motparterna inom det penningpolitiska styrsystemet

De penningpolitiska motparterna är de enda aktörerna som har tillgång till Riksbankens stående faciliteter och marknadsoperationer. Det betyder att det är dessa aktörer som gör det möjligt för Riksbanken att agera på finansiella marknader. Riksbankslagen begränsar Riksbankens möjliga motpartsrets till finansiella företag. Därutöver har Riksbanken formulerat ett antal kriterier en aktör måste uppfylla för att kvalificera som motpart till Riksbanken. Dessa är utformade på ett sådant sätt att Riksbankens motpartsrets framförallt återspeglar de typer av aktörer som är viktiga för den penningpolitiska transmissionen i Sverige.

Riksbanken såg inte över den penningpolitiska motpartsretsen när styrsystemet reformerades mellan år 2019 och 2022. I nästa avsnitt redogör vi därför för hur motpartsretsens utformning har motiverats historiskt sett.

²⁶ Räntefri intradagskredit i betalningssystemet RIX ges mot såväl primär som sekundär säkerhetsmassa.

4.3.1 Riksbankens penningpolitiska motpartskrets

Instrumenten i Riksbankens styrsystem är utformade för att underlätta den kortfristiga likviditetshanteringen i svenska kronor samt för att påverka priset på den (se avsnitt 2). De penningpolitiska motparterna behöver följaktligen bestå av aktörer som har behov av att delta i denna likviditetsutjämning samt är tongivande för räntebildningen på den korta penningmarknaden. Motparterna behöver också påverka övrig räntebildning i ekonomin, så att transmissionen från styrsystemet till realekonomin ska fungera väl.

För att Riksbanken inte ska exponera sig för onödigt stora finansiella eller operationella risker, samt för att styrsystemet ska vara kostnadseffektivt är det samtidigt lämpligt att motpartskretsen inte är för stor.

Mot bakgrund av detta har Riksbanken gjort avvägningen att den penningpolitiska motpartskretsen ska bestå av aktörer som är kreditinstitut med hemvist eller filial i Sverige och som är deltagare i Riksbankens betalningssystem RIX. Aktörer som uppfyller dessa kriterier kan ansöka om att vara penningpolitisk motpart.²⁷ I efterföljande avsnitt redogör vi för skälen bakom denna utformning i närmare detalj.

4.3.2 Skälen till Riksbankens utformning av den penningpolitiska motpartskretsen

Penningpolitiska motparter ska ha hemvist eller filial i Sverige

Riksbankens styrsystem syftar till att påverka räntebildningen i svenska kronor och i förlängningen påverka den svenska samhällsekonomin. Därför behöver Riksbanken ha penningpolitiska motparter som är aktiva på svenska finansiella marknader.

Att kräva att motparterna har hemvist eller filial i Sverige är ett sätt att begränsa motpartskretsen till de aktörer som har anknytning till den svenska finansiella sektorn och därmed kan anses vara relevanta för Riksbankens syften, det vill säga att bedriva penningpolitik i svenska kronor.

Penningpolitiska motparter ska vara kreditinstitut

Den svenska ekonomin, eller snarare finansieringen av den, är i hög utsträckning bankbaserad.²⁸ De större bankerna i Sverige är dessutom universalbanker och har en dominerande roll även som intermediärer på de svenska kapitalmarknaderna. Det innebär att bankerna är de aktörer som påverkar finansieringsvillkoren för flest aktörer i Sverige. Eftersom bankerna är betalningsförmedlare har de även traditionellt sett ett behov av att hantera tillfälliga över- och underskott av likviditet. Genom att styra bankernas kostnad för att hantera sin likviditet kan Riksbanken således påverka ränteläget för en vid krets av aktörer.

²⁷ Utöver detta måste penningpolitiska motparter uppfylla en rad ytterligare krav, specificerade i Villkoren för RIX och penningpolitiska instrument.

²⁸ Notera att kreditinstitut inkluderar fler aktörer än endast banker men att kreditinstitut och banker här används synonymt för enkelhets skull.

Penningpolitiska motparter ska vara deltagare i betalningssystemet RIX

För att en penningpolitisk motpart rent praktiskt ska kunna nyttja stående faciliteter måste den ha tillgång till ett konto i Riksbankens centrala betalningssystem RIX. Till följd av det kräver Riksbanken att penningpolitiska motparter ska ha ett eget konto i RIX och inte agera genom en korrespondentbank. Bakgrunden till detta krav är att Riksbanken vill upprätthålla en hög grad av automatik i de penningpolitiska transaktionerna som inte ska kräva en aktiv handling från motpartens sida, samt minska de operativa riskerna.

5 Styrsystemets måluppfyllelse

I förra avsnittet redogjorde vi för styrsystemets olika beståndsdelar, hur de är utformade och varför. I detta avsnitt tar vi ett steg tillbaka och ser till helheten. Vi redogör för hur väl styrsystemet lyckas uppnå det primära målet att stabilisera korta marknadsräntor nära styrräntan. Vår slutsats, som vi utvecklar i avsnitt 5.2 och 5.3, är att måluppfyllelsen har varit god eftersom Riksbanken har lyckats stabilisera dessa nära styrräntan. I avsnitt 5.1 redogör vi för utgångspunkterna för vår analys.

5.1 Utgångspunkterna för analysen

Riksbanken har störst möjlighet att styra den ränta som penningpolitiska motparter möter för likviditetsutjämning över natten. För att utvärdera hur väl styrsystemet fungerat för att nå det primära målet är det därför lämpligt att i ett första led granska nivån på den räntan. I ett andra led är det lämpligt att granska nivån på den ränta som en vidare krets av aktörer möter för motsvarande icke-säkerställda transaktioner (*dagslån*). Den ränta som dessa aktörer möter kan sägas utgöra det första steget i transmissionen av Riksbankens styrränta genom styrsystemet till samhällsekonomin.

Samtidigt är det primära målet inte begränsat till endast en ränta eller en löptid. Det gör att vi behöver granska fler marknadsräntor för att utvärdera hur väl styrsystemet lever upp till målet. De två marknader som ligger närmast till hands är repomarknaden och valutaswapmarknaden.²⁹ De är två marknader som är oerhört viktiga för kortfristig likviditetsutjämning i svenska kronor. I förhållande till dagslånegommarknaden har de även vuxit i betydelse under det senaste decenniet. På **valutaswapmarknaden** kan aktörerna skaffa sig kortfristig likviditet i kronor genom att tillfälligt lämna ifrån sig likviditet i utländsk valuta. På **repomarknaden** byter aktörerna likvida medel mot säkerheter.³⁰

Valutaswapmarknaden är viktig för svenska aktörers kortfristiga likviditetshantering. Men den påverkas av ett stort antal faktorer bortom Riksbankens penningpolitiska styrsystem. Prissättningen på FX-swappar beror exempelvis på aktuella och

²⁹ Se Kronstedt Metz (2005) för en beskrivning av vilka marknader och instrument som används för likviditetsutjämning i svenska kronor.

³⁰ Det kan argumenteras att den svenska repomarknaden numera används främst för att få tag på värdepapper som aktörerna av olika anledningar vill låna, speciellt när det gäller repor mot statsobligationer. Men repomarknaden utgör alltså ett sätt för aktörerna att hantera sin likviditet på marknaden genom att ställa säkerheter.

förväntade räntor i såväl svenska kronor som den aktuella utländska valutan. På grund av detta, och att vi i denna artikel fokuserar på hur väl styrsystemet fungerar för målet som gäller räntebildningen i svenska kronor, diskuterar vi endast räntebildningen på dagslånemarknaden samt repomarknaden i efterföljande avsnitt.

Uppgifter om räntebildningen baseras på de data Riksbanken begär in från sina penningpolitiska motparter över deras genomförda transaktioner på den kortaste delen av svensk penningmarknad.^{31, 32} Dessa data används löpande av Riksbanken för att utvärdera implementeringen av Riksbankens penningpolitik. Därtill används en delmängd av dessa data för att fastställa den transaktionsbaserade referensräntan Swestr.

5.2 Dagslånemarknaden³³

Den ränta som penningpolitiska motparter möter för sin likviditetsutjämning över natten definierar vi som ett volymviktat genomsnitt av räntorna på de transaktioner som motparterna genomför dels med Riksbanken, dels med andra penningpolitiska motparter. I Figur 3 nedan redovisar vi hur denna ränta har utvecklats från halvårsskiftet 2021 till halvårsskiftet 2023. Som framgår av figuren har Riksbanken under perioden höjt styrräntan från 0,00 procent till 3,50 procent.³⁴ Det kan också noteras att Riksbanken under samma period gick från att köpa räntebärande värdepapper på andrahandsmarknaden till att sälja dem.³⁵ Banksystemet har dock haft ett betydande likviditetsöverskott gentemot Riksbanken under hela den observerade perioden, omkring 1 000 miljarder kronor eller mer, se Figur 4.³⁶

Av Figur 3 framgår att räntan för penningpolitiska motparter likviditetsutjämning har haft en god följsamhet med Riksbankens styrränta. Under perioden i figuren har räntan för de penningpolitiska motparternas sammantagna likviditetsutjämning legat mellan 1 och 5 räntepunkter under styrräntan.³⁷ Räntan har alltså legat stabilt nära styrräntan och inom styrsystemets räntekorridor. Denna stabila avvikelse från styrräntan tyder på att styrsystemet fungerar väl i såväl en lågräntemiljö som i en högräntemiljö.

³¹ I enlighet med Villkor för RIX och penningpolitiska instrument begär Riksbanken in data om genomförda transaktioner dels penningpolitiska motparter emellan, dels mellan penningpolitiska motparter och en vidare krets av aktörer. Det är transaktioner med en löptid till och med tio dagar som ska rapporteras till Riksbanken.

³² I vår analys använder vi oss även av data på utnyttjandet av Riksbankens stående faciliteter och marknadsoperationer.

³³ Ett dagslån är en icke-säkerställd transaktion med löptid över natten där en av parterna lånar ut likvida medel till den andra.

³⁴ Riksbankens beslut den 28 juni 2023 att höja styrräntan till 3,75 procent tillämpades från den 5 juli 2023.

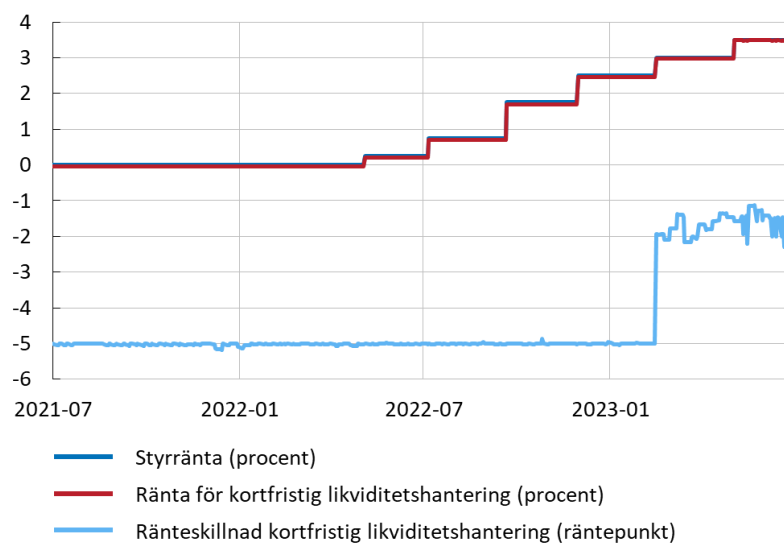
³⁵ Riksbanken slutade köpa värdepapper i december 2022 och började sälja av värdepapper i april 2023.

³⁶ Likviditetsöverskottet beror dels på att Riksbanken mellan 2012 och 2022 har köpt svenska värdepapper, från 2015 och framåt i penningpolitiskt syfte, dels på att Riksbanken mellan februari 2021 och december 2022 sålt svenska kronor och köpt amerikanska dollar och euro för att egenfinansiera valutareserven.

³⁷ Genomsnittet under perioden är en avvikelse om 4 räntepunkter.

Figur 3. Ränta för kortfristig likviditetshantering

Procent respektive räntepunkter



Anm. Serien Ränta för kortfristig likviditetshantering motsvarar ett volymviktat genomsnitt av räntorna på de transaktioner som penningpolitiska motparter gör dels med Riksbanken, dels med andra penningpolitiska motparter (löptid över natten, utan säkerhet).

Källa: Riksbanken

Rörelserna i räntan kan i hög utsträckning förklaras av att det under perioden har varierat hur stor del av likviditetsöverskottet som de penningpolitiska motparterna har valt, och haft möjlighet, att placera i riksbankscertifikat.³⁸ Det är också en förändring i denna volym som är orsaken till att räntan från och med mitten av februari 2023 stabiliseras närmare styrräntan. Från och med denna tidpunkt erbjuder Riksbanken nämligen en större emissionsvolym av riksbankscertifikat.³⁹

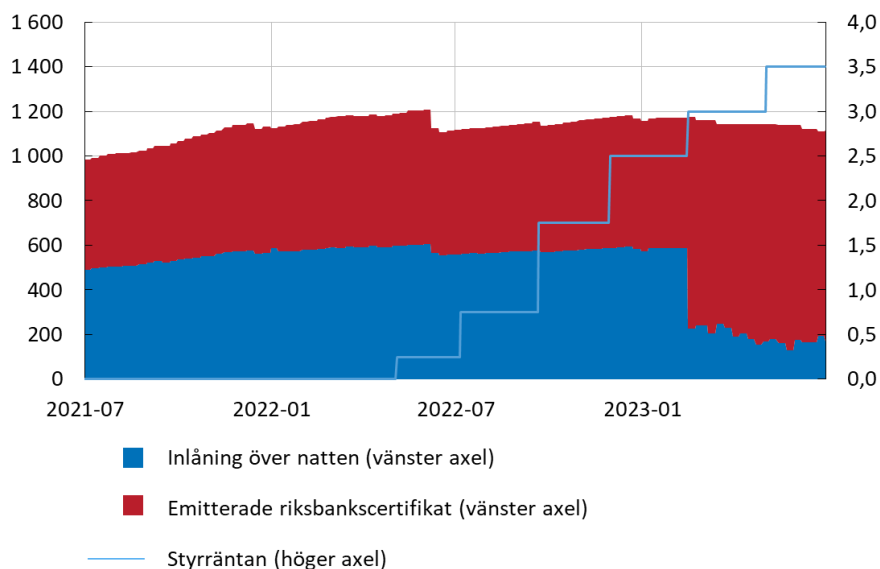
När vi studerar hur väl styrsystemet uppfyller det primära målet är även nästa steg i räntebildningen intressant, nämligen den dagslåneränta som en vidare krets av aktörer möter. Detta kan vi studera genom referensräntan Swestr. Swestr är en volymvägd transaktionsbaserad ränta som baseras på den faktiska ränta som banker, finansiella företag och icke-finansiella företag möter för inlåning över natten utan säkerhet hos de penningpolitiska motparterna. Swestr illustreras i Figur 5 nedan.

³⁸ Riksbanken tillämpade, i förhållande till den normalt tillämpade principen om att erbjuda en emissionsvolym motsvarande banksystemets hela likviditetsöverskott, begränsningar av erbjuden emissionsvolym mellan oktober 2019 och februari 2023. Begränsningarna tillämpades för att säkerställa att en tillräcklig mängd likviditet fanns tillgänglig över natten för att förebygga störningar i räntebildningen dels under reformeringen av styrsystemet, dels under coronapandemin. Från maj 2021 fram till februari 2023 begränsades den erbjudna emissionsvolymen till motsvarande hälften av banksystemets aktuella likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. Därefter övergick Riksbanken till att erbjuda en emissionsvolym motsvarande banksystemets hela likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. Under en övergångsperiod om tre månader (den 14 februari till den 19 maj 2023) begränsades dock volymen med 20 miljarder kronor.

³⁹ Riksbanken ökade den erbjudna emissionsvolymen av riksbankscertifikat den 14 februari 2023. Det har medfört att motparter har börjat placera en större volym i riksbankscertifikat till styrräntan och därmed en mindre volym i den stående inlåningsfaciliteten till en ränta motsvarande 10 räntepunkter under styrräntan. Det pressar upp den volymviktade räntan för de penningpolitiska motparternas likviditetsutjämning över natten.

Figur 4. Banksystemets likviditetsställning och Riksbankens styrränta

Miljarder kronor respektive procent



Källa: Riksbanken

Av Figur 5 framgår att Swestr ligger stabilt och nära Riksbankens styrränta. Swestr följer förändringar i styrräntan och tenderar att ligga i genomsnitt 11 räntepunkter under den.^{40,41} Att Swestr är så pass följsam tyder på en god måluppfyllelse och att den penningpolitiska transmissionen fungerar väl i ett första led bortom Riksbankens penningpolitiska motparter. Det är väntat att räntan i genomsnitt ligger strax under Riksbankens inlåningsränta, det vill säga styrräntan med ett avdrag om 10 räntepunkter, eftersom penningpolitiska motparter vanligen prissätter den inlåning de tar emot utifrån den ränta som de själva skulle få om de placerade likviditet i Riksbanken. Eftersom penningpolitiska motparter alltid kan placera likviditet i den stående inlåningsfaciliteten utgör räntan på den en referens för deras egen prissättning.

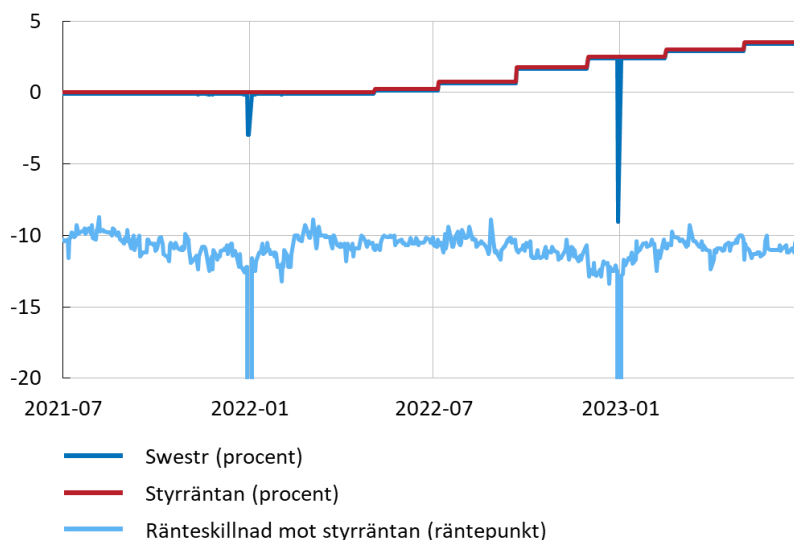
⁴⁰ Swestr började tillhandahållas för faktisk användning som referensränta den 1 september 2021. Innan det har de historiska skattningar som Riksbanken har publicerat för Swestr använts i beräkningarna.

⁴¹ Denna genomsnittliga avvikelse avser skillnaden mellan Swestr och styrräntan samtliga dagar under året, förutom den sista bankdagen på året då Swestr vanligen faller mycket kraftigt. Företeelsen att bankerna ställer ned de räntor som deras kunder erbjuds för inlåning den sista bankdagen på året har sitt ursprung i att bankerna betalar bankskatt respektive resolutionsavgift som något förenklat baseras på deras balansomslutning vid årsslutet. Detta innebär att banker har incitament att minimera sin balansomslutning den aktuella dagen, och att bankerna därför sänker sina inlåningsräntor till mycket oförmånliga nivåer för att på så vis göra det oattraktivt för kunderna att placera pengar hos dem eller för att kompensera för de regulatoriska merkostnader som transaktionerna medför. Sett till måluppfyllelsen och genomförandet av penningpolitiken är dock årsskifteseffekten ett försumbart problem. De kortaste penningmarknadsräntorna avviker visserligen markant från styrräntan en dag på året, men det är endast en dag per år och avvikelsen uppkommer av väldokumenterade anledningar.

Sammantaget visar Figur 3 och Figur 5 att Riksbanken under den undersökta perioden har lyckats stabilisera dagslåneräntorna nära styrräntan för såväl de penningpolitiska motparterna som för en bredare krets av aktörer i ekonomin.

Figur 5. Swestr

Procentenheter respektive räntepunkter



Anm. Den 30 december 2021 noterades Swestr på -2,970 procent. Styrräntan var vid denna tidpunkt 0,00 procent. Den 30 december 2022 noterades Swestr på -9,038 procent. Styrräntan var vid denna tidpunkt 2,50 procent. Swestr började tillhandahållas för faktisk användning som referensränta den 1 september 2021. För perioden dessförinnan har de historiska skattningar som Riksbanken har publicerat för Swestr använts i beräkningarna.

Källa: Riksbanken

5.3 Repomarknaden⁴²

På repomarknaden byter aktörer likvida medel mot säkerheter. Under de senaste åren har denna marknad vuxit sig större än den icke-säkerställda marknaden när det gäller likviditetsutjämning på lite längre men alltjämt korta löptider, som en vecka. Det gäller sett till såväl antal genomförda transaktioner som den sammanlagda transaktionsvolymen, och både för transaktioner mellan penningpolitiska motparter och de transaktioner penningpolitiska motparter gör med en bredare krets av aktörer. Mot bakgrund av detta är det relevant att även studera räntebildningen på repomarknaden för att utvärdera styrsystemet.

Att repomarknaden används för kortfristig likviditetshantering i större utsträckning än tidigare är en trend som även kan noteras i andra ekonomier. Det har därför även blivit allt vanligare att centralbanker utöver att styra dagslåneräntor fokuserar på att styra och stabilisera reporäntor med statspapper som underliggande säkerhet, ofta med hjälp av ytterligare instrument i form av repofaciliteter.⁴³ Att Riksbanken efter

⁴² En repotransaktion är en säkerställd transaktion där en av parterna lånar ut likvida medel till den andra i utbyte mot säkerhet i form av en obligation.

⁴³ Se exempelvis Hansson och Wallin Johansson (2023) för en redogörelse av hur fjorton centralbankers styrsystem är utformade.

reformen av styrsystemet differentierar räntesättningen på kredit mot å ena sidan statspapper (primär säkerhetsmassa), å andra sidan mer riskfyllda obligationer (sekundär säkerhetsmassa) skulle också kunna tolkas som att Riksbanken har tagit ett litet steg i denna riktning, det vill säga mot att kontrollera kostnaden för att anskaffa likviditet mot statsobligationer på repomarknaden. Detta eftersom Riksbanken nu differentierar sin utlåning på ett sätt som efterliknar hur segmenteringen sker på repomarknaden. Prissättningen på Riksbankens olika faciliteter kan således jämföras mer direkt med vad det kostar att låna mot motsvarande säkerheter på repomarknaden.

Baserat på de data som Riksbanken samlar in om genomförda repotransaktioner kan vi konstatera ett antal saker. De vanligaste formerna av repotransaktioner är transaktioner med svenska statsobligationer eller säkerställda obligationer som underliggande säkerhet. De vanligaste löptiderna är en dag eller en vecka, och i båda fallen med en dags likvid.⁴⁴ De räntor som dessa typer av transaktioner genomförs till följer också styrräntan väl. Detta indikerar att räntestyrningen fungerar bra.

Studerar vi räntebildningen i närmare detalj kan vi också konstatera att räntor i repotransaktioner med säkerställda obligationer som underliggande säkerhet ligger stabilt nära styrräntan. Räntor för repotransaktioner med statsobligationer som underliggande säkerhet ligger också på en stabil nivå, men avviker förhållandevis mycket från styrräntan. Det är dock sannolikt att repotransaktioner med statsobligationer som underliggande säkerhet även påverkas av räntesättningen på Riksgäldens marknadsvårdande repofaciliteter, som är prissatta utanför styrsystemets räntekorridor.⁴⁵

6 Riksbankens styrsystem i en internationell kontext

Riksbankens styrsystem delar flera drag med andra centralbankers styrsystem. Samtidigt skiljer det sig också åt på flera betydande punkter.

De allra flesta centralbanker tillämpar någon av de tre typerna av styrsystem som vi beskriver i faktarutan i avsnitt 2, det vill säga korridor-, golv- eller kvotsystem. Dessa tre typer av styrsystem skiljer sig åt på ett konceptuellt plan. Det gör att Riksbankens styrsystem i regel liknar andra korridorsystem mer än styrsystemen hos de centralbanker som tillämpar kvotsystem eller golvsystem. De olika typerna kan dock implementeras på en rad olika sätt. Det kan därför finnas betydande skillnader även mellan de centralbanker som tillämpar samma typ av styrsystem. Ofta är det hänsynstaganden som motsvarar de restriktioner och sekundära mål Riksbanken har formulerat för sitt styrsystem (se avsnitt 3) som är avgörande för vilken typ av styrsystem en centralbank väljer. Skillnaderna i den faktiska tillämpningen, det vill säga hur styrsystemets instrument, motpartskrets och säkerhetskrav utformas, beror dock i hög utsträckning på skillnader i primärt mål, mandat och lokala förhållanden.

⁴⁴ Det vill säga tomorrow-next (T/N) respektive tomorrow-week (T/W).

⁴⁵ Se Blix Grimaldi och Hirvonen (2023) för mer information om Riksgäldens marknadsvårdande repofaciliteter samt hur nyttjandet av dem har varierat över tid.

Samtidigt som styrsystemen skiljer sig åt, finns det också många likheter dem emellan. De allra flesta centralbanker har exempelvis kreditinstitut som penningpolitiska motparter, erbjuder någon typ av stående in- och utlåningsfacilitet med löptid över natten samt erbjuder regelbundna marknadsoperationer med längre löptid för att tillföra eller dränera banksystemet på likviditet (Hansson och Wallin Johansson, 2023). Dessa likheter är också en naturlig konsekvens av att det övergripande syftet med centralbankernas styrsystem till syvende och sist är desamma, det vill säga att stabilisera korta marknadsräntor.

Ytterligare en bidragande faktor till att det finns betydande likheter mellan centralbankers styrsystem, och framförallt likheter i hur styrsystemen utvecklas över tid, är att centralbankerna ofta står inför likartade utmaningar och förändringar i sin omvärld. Det är förändringar och utmaningar som i hög utsträckning härstammar från utvecklingen på betal- och finansiella marknader, och på grund av att det ofta är globala fenomen, innebär det att centralbanker ställs inför snarlika frågeställningar. När centralbanker väljer att hantera dem på liknande sätt, vilket är vanligt, skapar det följaktligen trender i hur styrsystemen utvecklas över tid. I den mån centralbanker hanterar dem på olika sätt, belyser de också viktiga skillnader centralbanker emellan.

För att på ett överskådligt sätt belysa hur Riksbankens styrsystem förhåller sig till andra centralbankers styrsystem, och hur de har utvecklats under det senaste dryga decenniet, belyser vi tre sådana trender i efterföljande avsnitt.

6.1 Många centralbanker har skiftat från korridorsystem till golvsystem

Sedan den globala finanskrisen har många centralbanker gått från ett korridorsystem till ett golvsystem.⁴⁶ Några exempel på det är den Europeiska centralbanken, Federal Reserve, Bank of England, Reserve Bank of New Zealand och Reserve Bank of Australia. Riksbanken har däremot hållit fast vid sitt korridorsystem, men reformerat det. Därmed står Riksbanken i viss mån ut i en internationell kontext, även om Riksbanken inte är den enda centralbanken som fortfarande tillämpar ett korridorsystem.

En del centralbanker har beslutat att permanent övergå till ett golvsystem medan andra varit mindre explicita kring om och i så fall när de planerar att återgå till ett korridorsystem. Vissa centralbanker har även varit mer explicita än andra om vilka motiv som legat till grund för denna förändring. Trenden med att gå från korridorsystem till golvsystem kan ses mot bakgrund av framför allt två förändringar på finansiella marknader sedan den globala finanskrisen.

Den ena förändringen är att många centralbanker, däribland Riksbanken och samtliga ovannämnda, efter den globala finanskrisen har använt sig av värdepappersköp för att göra penningpolitiken mer expansiv och därmed ökat banksystemets likviditetsöverskott gentemot centralbanken. Den andra förändringen är att interbankaktiviteten i flera länder har minskat kraftigt efter den globala finanskrisen.

⁴⁶ Vissa centralbanker har tydligt kommunicerat att de har övergått från ett golvsystem, medan andra centralbankers styrsystem i praktiken fungerar som golvsystem. Se Hansson och Wallin Johansson (2023) för en redogörelse av fjorton centralbankers styrsystem.

Det är två förändringar på de finansiella marknaderna som kan anses rimma väl med ett golvsystem. Detta eftersom en grundförutsättning för att ett golvsystem ska fungera väl är att banksystemet har ett likviditetsöverskott gentemot centralbanken, och att de penningpolitiska motparterna har starka incitament att hantera sin likviditetsutjämning med centralbanken.

Dessa två fenomen, likviditetsöverskott och mindre interbankaktivitet, har även gjort sig gällande i Sverige. Trots det har Riksbanken fortsatt att tillämpa ett korridorsystem. Den huvudsakliga anledningen till det är att Riksbanken, möjligen i motsats till de andra centralbankerna, inte har gjort bedömningen att dessa förändringar begränsar korridorsystemets funktion. Riksbanken bedömer därför att korridorsystemet fortfarande är det mest lämpliga utifrån de mål och restriktioner som Riksbanken har formulerat för sitt styrsystem.

Den räntebildning som Riksbanken har åstadkommit under de senaste åren kan också ses som ett kvitto på att korridorsystemet har fungerat väl för Riksbanken, trots förändringarna på de finansiella marknaderna. Riksbanken har lyckats stabilisera korta marknadsräntor på en önskad nivå både under perioden mellan 2012 och 2022, när Riksbanken hade ett stort och växande likviditetsöverskott, och under perioden från 2023 och framåt, när Riksbankens överskott har börjat minska. Korridorsystemet har inte heller begränsat Riksbankens möjligheter att gå från att köpa till att sälja värdepapper under dessa år.

En sådan omsvängning i penningpolitiken kan däremot vara komplicerat för en centralbank som tillämpar ett golvsystem eftersom den typen av styrsystem kräver att centralbanken upprätthåller ett likviditetsöverskott. Att flera centralbanker har rört sig från att under flera år bedriva expansiv penningpolitik till att nu bedriva åtstramande penningpolitik har också satt ljuset på denna och ett antal ytterligare utmaningar och frågeställningar som följer av att ha ett golvsystem. Det handlar dels om behovet att förstå dynamiken bakom efterfrågan på reserver och vad en optimal eller tillräcklig nivå på likviditetsöverskottet är, dels i vilken utsträckning centralbanken kan och bör kontrollera dessa parametrar.⁴⁷ Avsaknaden av enkla och entydiga svar på dessa frågor har också stimulerat en debatt om golvsystemets risker och om det kan finnas skäl att återvända till korridorsystem.⁴⁸

6.2 Allt fler centralbanker breddar motpartskretsen bortom kreditinstitut

Under de senaste åren har det blivit allt vanligare att centralbanker utökar sin motpartskrets till fler finansiella företag än kreditinstitut.⁴⁹ Bland dessa finns bland annat centrala motparter, penningmarknadsfonder och försäkringsbolag.

⁴⁷ Se exempelvis Acharya m.fl. (2022) för en studie om drivkrafter bakom efterfrågan på reserver och dess implikationer för en centralbanks förmåga att minska banksystemets likviditetsöverskott gentemot centralbanken.

⁴⁸ Se exempelvis Borio (2023) för en diskussion om utvecklingen att flera centralbanker efter den globala finanskrisen gått från att tillämpa ett korridorsystem till att tillämpa ett golvsystem, och varför det finns anledning till att återgå till korridorsystem.

⁴⁹ Se Hansson och Wallin Johansson (2023) för en genomgång av fjorton centralbankers styrsystem, inklusive deras respektive motpartskretsar.

Bland de centralbanker som har valt att bredda sin motpartsrets finns bland annat Federal Reserve, Bank of England, Swiss National Bank, Reserve Bank of Australia och Reserve Bank of New Zealand. Det är också vanligt att centralbanker som har utvidgat sin motpartsrets ger motparterna en differentierad tillgång till instrumenten i styrsystemet, det vill säga att alla motparter inte har tillgång till alla instrument på samma villkor.

Utvecklingen mot att allt fler centralbanker utvidgar sin motpartsrets kan ses mot bakgrund av att det dels finns fler typer av finansiella aktörer i dag än tidigare, dels att det finansiella systemet i dag är mindre bankbaserat och mer marknadsbaserat än tidigare. Det innebär att fler typer av aktörer kan vara viktiga för räntebildningen och för den penningpolitiska transmissionen. Ojämlig tillgång till marknader och centralbankers styrsystem riskerar att segmentera räntebildningen på korta penningmarknader.⁵⁰

Även i Sverige har det skett en förflyttning åt en mer marknadsbaserad finansiering.⁵¹ I samband med det har också såväl antalet som typerna av aktörer som är aktiva på finansiella marknader ökat. Riksbankens motpartsrets är däremot begränsad till kreditinstitut, se avsnitt 4.3. Riksbanken analyserade dock inte motpartsretsen när styrsystemet sågs över år 2014, vilket ledde till reformen av styrsystemets instrument och säkerheter mellan år 2019 och 2022.⁵² Mot bakgrund av detta förefaller det troligt att Riksbanken kan komma att se över motpartsretsen under en överskådlig framtid, och att Riksbanken liksom många andra centralbanker då kommer att behöva ta ställning till om den bör utökas eller inte.

6.3 Allt fler centralbanker erbjuder instrument i finansiellt stabilitets syfte

Sedan den globala finanskrisen har det blivit allt vanligare att centralbanker erbjuder instrument inom sina styrsystem som har ett uttalat syfte att värna finansiell stabilitet.⁵³ Dessa instrument består vanligen av olika former av utlåning från centralbanken.

Dessa instrument kan både vara stående faciliteter och återkommande marknadsoperationer, och syftar generellt sett till att säkra likviditetsförsörjningen i de fall när marknadsmisslyckanden uppstår. Instrumenten erbjuds vanligen till en bredare krets av aktörer än de som traditionellt sett har haft tillgång till det penningpolitiska styrsystemet, vilket gör att denna utveckling hänger samman med den om att utöka motpartsretsen. Instrumenten som erbjuds i finansiellt stabilitets syfte har dock en tydlig koppling till penningpolitiken. De säkerställer nämligen att marknadsturbulens och dysfunktionella marknader inte sprider sig och

⁵⁰ Se exempelvis Eisenschmidt och Ma m.fl. (2022) för en studie om hur maktbalansen mellan olika finansiella aktörer på repomarknaden i euroområdet kan bidra till segmentering i räntebildning och påverka den penningpolitiska transmissionen.

⁵¹ Se Finansinspektionen (2022) för en redogörelse över utvecklingen av den marknadsbaserade finansieringen i Sverige.

⁵² Se Sellin och Åsberg Sommar (2014) för översynen av Riksbankens styrsystem samt direktionens beslut om förändringar av styrsystemet: *Förändringar av Riksbankens penningpolitiska styrsystem* den 24 september 2019 och *Förändringar av Riksbankens penningpolitiska styrsystem - Steg 2* den 22 mars 2022.

⁵³ Se Hansson och Wallin Johansson (2023) för en genomgång av fjorton centralbankers styrsystem.

därigenom stör den räntebildning som centralbanken vill uppnå med styrsystemet. Det medför att dessa instrument ofta liknar de instrument som centralbanken erbjuder i penningpolitiskt syfte. Det gör att det kan vara svårt både att göra en tydlig distinktion mellan dem, och att isolera deras effekter på finansiella marknader och räntebildningen från varandra. På grund av synergierna blir det också allt vanligare att centralbanker har ett mer holistiskt perspektiv på de två policyområdena. De pratar oftare om instrument för likviditetsförsörjning och räntestyrning, snarare än för antingen penningpolitik eller finansiell stabilitet.

Bank of England och Bank of Canada är två exempel på centralbanker som har inrättat instrument i tydligt stabilitetssyfte. Det finns också centralbanker som lyfter flera motiv för sina instrument, där marknaders funktionssätt eller stabilitet nämns som ett av flera. Två exempel på detta är Reserve Bank of New Zealand och Federal Reserve.

Den utveckling som skett kan ses mot bakgrund dels av att finansiell stabilitet har vuxit som policyområde sedan den globala finanskrisen, dels av att centralbanker i allt större utsträckning fått det huvudsakliga ansvaret för detta område.⁵⁴ Dessutom har den globala finanskrisen och flera händelser därefter, exempelvis turbulensen på repomarknaden i USA hösten 2019 och likviditetskrisen i England hösten 2022, tydliggjort att marknadsmisslyckanden och turbulens på finansiella marknader är ett återkommande inslag som centralbanker har att hantera. Detta eftersom det annars kan uppstå spridningseffekter som påverkar både realekonomin och den räntebildning som centralbanken vill uppnå.

Det kan konstateras att Riksbanken inte erbjuder några stående faciliteter eller återkommande marknadsoperationer i stabilitetssyfte. Istället erbjuder Riksbanken generellt likviditetsstöd eller nödkredit i de fall det är motiverat. Samtidigt sticker Riksbanken ut i en internationell kontext genom att ha ett relativt begränsat mandat och ansvar för finansiell stabilitet, vilket begränsar möjligheterna att agera i detta syfte. I den riksbankslag som trädde i kraft 1 januari 2023 har dock Riksbankens mandat inom finansiell stabilitet förtydligats. Mot bakgrund av det, samt den trend vi ser i hur andra centralbanker hanterar dessa två policyområden, förefaller det troligt att vi kan komma att se en debatt om ett mer holistiskt perspektiv på likviditetsförsörjning och räntestyrning framöver.

7 Avslutande ord

Riksbankens styrsystem har blivit enklare, mer robust, automatiskt och flexibelt efter reformen mellan åren 2019 och 2022. Dessa aspekter var också några av de viktigaste föresatserna med att reformera styrsystemet. Reformen har gjort styrsystemet mer flexibelt både för strukturella förändringar på betalmarknaderna och finansiella marknader, och ifall Riksbanken vill utveckla styrsystemet ytterligare. Det innebär att det reformerade styrsystemet skapar goda förutsättningar för en robust räntestyrning.

⁵⁴ Se Calvo m.fl. (2018) för en diskussion om hur finansiell stabilitet har utvecklats som policyområde efter den globala finanskrisen samt hur ansvaret fördelas mellan myndigheter i olika jurisdiktioner.

Sedan de sista förändringarna av styrsystemet trädde ikraft i juni 2022 har det allmänna ränteläget förändrats betydligt fram till hösten 2023. Det gör att styrsystemet verkligen har testats. Det är därför särskilt betryggande att se att korta marknadsräntor under denna period har uppvisat en god följsamhet med styrräntan, och att räntorna överlag har varit stabila nära styrräntan. Det reformerade styrsystemet har alltså i hög grad uppnått en god räntestyrning och därigenom uppfyllt det primära målet med styrsystemet.

Därtill har fördelarna med att tillämpa ett korridorsystem blivit ännu tydligare under denna period. Det faktum att styrsystemets effektivitet inte är avhängigt banksystemets strukturella likviditetsställning har underlättat och försäkrat en god räntestyrning när Riksbanken under år 2022 och 2023 gått från ett lågränteläge med kvantitativa lättnader till ett högränteläge med kvantitativa åtstramningar. Under de kommande åren – då Riksbanken enligt liggande beslut kommer minska likviditetsöverskottet genom aktiva försäljningar och förfall av värdepappersinnehavet – kommer det förmodligen bli ännu tydligare att denna universella aspekt av styrsystemet är gynnsam för räntestyrningen.⁵⁵

Referenser

Acharya, Viral V, Rahul S Chauhan, Raghuram Rajan och Sascha Steffen (2022), "Liquidity dependence: why shrinking central bank balance sheets is an uphill task", Working paper nr 31050, NBER.

Bindseil, Ulrich (2016), "Evaluating monetary policy operational frameworks", i *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks*, Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 179–277.

Bindseil, Ulrich och Juliusz Jablecki (2011), "The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management", Working paper nr 1350, ECB.

BIS, Working Group established by the Committee on the Global Financial System (CGFS) and the Markets Committee (2015), "Regulatory change and monetary policy", *CGFS Papers*, nr 54.

Blix Grimaldi, Marianna och Johanna Hirvonen (2023), "Två årtionden med Riksgäldens repofacilitet", *Riksgäldskommentar*, nr. 1, Riksgälden.

Borio, Claudio (2023), "Getting up from the floor", Working paper nr 1100, BIS.

Calvo, Daniel, Juan Carlos Crisanto, Stefan Hohl och Oscar Pascual Gutiérrez (2018), "Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?", *FSI Insights on policy implementation*, 8.

⁵⁵ Se Riksbankens penningpolitiska beslut från september 2023 för de nu gällande besluten om Riksbankens värdepappersinnehav.

Eisenschmidt, Jens, Yiming Ma och Anthony Lee Zhaang (2022), "Monetary policy transmission in segmented markets", Working paper nr 2706, ECB.

Europeiska centralbanken (2006), "The predictability of the ECB's monetary policy", *Monthly Bulletin*, vol. 1 (January), s. 51–61.

Finansinspektionen (2022), "Kartläggning av marknadsbaserad finansiering i Sverige", Rapport.

Fransson, Lina och Oskar Tysklind (2016), "Penningpolitikens effekter på räntor", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 36–56, Sveriges Riksbank.

Hansson, Denise och Ingrid Wallin Johansson (2023), "Centralbankers styrsystem – en internationell utblick och jämförelse", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 60 – 106, Sveriges Riksbank.

Kjellberg, David och David Vestin (2019), "Riksbankens balansräkning och finansiella oberoende", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 5–41, Sveriges Riksbank.

Kronstedt Metz, Pia (2005), "Den svenska marknaden för likviditetsutjämning", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 63–87, Sveriges Riksbank.

Sellin, Peter och Per Åsberg Sommar (2014), "Riksbankens penningpolitiska styrsystem – en översyn", Riksbanksstudier, Sveriges Riksbank.

APPENDIX A

Tabell 3. Förändringar av styrsystemet i samband med reformen

Datum för implementering	Förändringar av styrsystem
9 oktober 2019	Finjusterande transaktioner upphör.
9 oktober 2019	Räntan på den stående inlåningsfaciliteten (inlåningsräntan) sätts till styrräntan $-0,10$ procentenheter.
2 juli 2020	Räntan på den stående utlåningsfaciliteten (utlåningsräntan) sätts till styrräntan $+0,10$ procentenheter.
8 juni 2022	Den kompletterande likviditetsfaciliteten inrättas i vilken utlåning sker mot sekundär säkerhetsmassa till en ränta (likviditetsfacilitetsräntan) motsvarande styrräntan $+0,75$ procentenheter.
8 juni 2022	Säkerhetskraven för den stående utlåningsfaciliteten skärps till den primära säkerhetsmassan.

Källa: Riksbanken

Centralbankers styrsystem – en internationell utblick och jämförelse

Denise Hansson och Ingrid Wallin Johansson*

Denise Hansson är senior ekonom på avdelningen för marknader. Ingrid Wallin Johansson är senior ekonom på avdelningen för penningpolitik.

Centralbanker använder penningpolitiska styrsystem för att påverka korta marknadsräntor och därigenom implementera den beslutade nivån på sina styrräntor i marknaden. Trots att styrsystemens centrala uppgift i stor utsträckning är densamma för de allra flesta centralbanker, utformas och implementeras de på en rad olika sätt. Det finns visserligen ett antal huvudtyper av styrsystem med gemensamma grundläggande drag, men i praktiken kan de ändå skilja sig åt förhållandevis mycket. I denna artikel redogör vi för fjorton centralbankers styrsystem samt diskuterar skillnader och likheter mellan dem.

1 Inledning

Det är genom det penningpolitiska styrsystemet som en centralbank omsätter sin penningpolitik i praktiken. Centralbanken gör, eller erbjuder sig att göra, finansiella transaktioner vid upprepade tillfällen i syfte att etablera nivån på sin huvudsakliga styrränta på penningmarknaderna. Det penningpolitiska styrsystemet är ett samlingsnamn för dessa transaktioner och de villkor som omgärdar dem.

Hur centralbanker utformar sina styrsystem skiljer sig dock åt. Skillnaderna beror i hög uträkning på att centralbanker anpassar sina respektive styrsystem efter lokala förutsättningar, exempelvis vad gäller lagstiftning, struktur på betalningssystem och finansiella marknader samt mål för penningpolitiken. Olikheter mellan styrsystem kan

* Författarna vill rikta ett stort tack till ett antal personer på de centralbanker som behandlas i artikeln. Dessa har bistått oss på ett ovärderligt sätt genom att kvalitetsgranska fakta och besvara stora som små frågor om sina respektive styrsystem. Eventuella återstående felaktigheter är dock helt och hållet våra egna. Tack till Michael Thornley (Reserve Bank of Australia), Sabrina Wu (Bank of Canada), Petr Frydrych (Česká národní banka), Kristine Rasmussen (Danmarks Nationalbank), Tom Hudepohl (Europeiska centralbanken), Csaba Csávás (Magyar Nemzeti Bank), Björgvin Sighvatsson (Seðlabanki Íslands), Mahia Pepper (Reserve Bank of New Zealand), Knut Kolvig (Norges Bank), Pawel Kowalewski (Narodowy Bank Polski), Florian Böser (Swiss National Bank), James Howat (Bank of England) samt Halim Abourachid (Federal Reserve System), samt i förekommande fall deras respektive kollegor. Därutöver vill vi tacka Heidi Elmér, Jens Iversen, Per Åsberg-Sommar, Ulf Söderström och Marianne Nessén för värdefulla kommentarer på artikeln samt Caroline Jungner och Gary Watson för klarspråksgranskning respektive översättning till engelska. De åsikter som uttrycks i artikeln är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

även bero på skillnader i hur centralbanker ser på sina avtryck i finansiella marknader. Dessa skillnader kan röra sådant som synen på centralbankens roll i att skapa incitament för interbankaktivitet eller i att underlätta för banker att uppfylla sina regulatoriska likviditetskrav.

Sveriges riksbank har under åren 2019–2022 reformerat sitt styrsystem.¹ Även andra centralbanker har gjort betydande förändringar i hur de implementerar penningpolitiken på senare år. Det kan bland annat ses som en respons på stora likviditetsöverskott i kölvattnet av centralbankernas betydande köp av finansiella tillgångar. De flesta centralbanker har även börjat strama åt penningpolitiken från och med år 2022. Därför är det intressant att göra ett nedslag vid halvårsskiftet 2023 för att studera hur olika centralbankers penningpolitiska styrsystem ser ut vid denna brytpunkt. Syftet med den här artikeln är därför att ge en överblick över hur ett urval av centralbankers styrsystem ser ut vid denna tidpunkt samt att belysa centrala likheter och skillnader mellan dem.²

För en centralbank är det värdefullt att studera andra centralbankers styrsystem, dels för att lättare kunna utvärdera det egna styrsystemet, dels för att kunna ta del av lärdomar från andra centralbanker. För utomstående är det värdefullt att studera hur olika centralbankers styrsystem är utformade för att exempelvis kunna förstå varför centralbankerna ifråga gör eller erbjuder sig att göra de transaktioner som de gör, varför de ibland agerar på likartade sätt och varför de ibland agerar på helt olika sätt.

I avsnitt 2 beskriver vi på ett konceptuellt plan hur styrsystem brukar vara utformade. I avsnitt 3 beskriver vi utformningen av fjorton centralbankers styrsystem. Detta avsnitt kan med fördel användas som ett uppslagsverk över olika centralbankers styrsystem. Den som önskar en mer kortfattad överblick kan gå direkt till avsnitt 4, som sammanfattar skillnader och likheter mellan styrsystemen. I avsnitt 5 ger vi några framåtblickande slutord.

2 Tre huvudtyper av styrsystem

Centralbanker kan ha olika mål för penningpolitiken, det vill säga vad som är den viktigaste uppgiften för deras verksamhet. Det vanligaste är att centralbanker har någon form av inflationsmål, det vill säga ett prisstabilitetsmål. Det innebär att centralbanken strävar efter att upprätthålla en viss förändringstakt i den allmänna prisnivån. Ett annat relativt vanligt mål är växelkursmål.³ Det innebär att

¹ Se Hansson och Wallin Johansson (2023) för en beskrivning av Riksbankens reformerade styrsystem samt en redogörelse av de motiv och överväganden som ligger bakom den aktuella utformningen.

² På grund av att den ungerska centralbanken Magyar Nemzeti Bank genomförde ett antal större reformer av sitt styrsystem under september månad 2023, beskrivs deras styrsystem utifrån hur det såg ut per den 1 oktober 2023.

³ Av de centralbanker vi studerar i denna artikel är det endast Danmarks Nationalbank som har ett växelkursmål som det övergripande målet för penningpolitiken.

centralbanken strävar efter att stabilisera den inhemska valutans värde i förhållande till en annan dominerande valuta eller en korg av valutor. Som komplement till dessa övergripande penningpolitiska mål är det även vanligt att centralbanker har mer eller mindre uttalade realekonomiska mål samt mål att främja ett effektivt betalningsväsende och finansiell stabilitet.

Det penningpolitiska styrsystemet används för att påverka korta marknadsräntor på ett sätt som bidrar till att centralbanken når sitt penningpolitiska mål. Oberoende av vad det övergripande penningpolitiska målet är beslutar centralbanker vanligtvis om nivån på en eller flera huvudsakliga styrräntor. Dessa signalerar vilken räntenivå som centralbanken förväntar sig kan leda fram till den mest förmånliga utvecklingen utifrån de mål och det mandat som centralbanken har. Styrsystemet används för att etablera denna räntenivå på de allra kortaste penningmarknaderna. Det utgör det första steget i den penningpolitiska transmissionen från styrräntan till den bredare ekonomin. Vilka penningmarknadsräntor som centralbanken fäster störst vikt vid, och vid vilken nivå de ämnar stabilisera dem, specificeras vanligen i ett så kallat **operationellt mål** för styrsystemet.

Centralbankers styrsystem kan i huvudsak delas in i tre olika typer: korridorsystem, golvsystem och kvotsystem. Nedan beskriver vi dessa tre huvudtyper. Ett viktigt begrepp i sammanhanget är "penningpolitisk motpart". Med detta menas de aktörer som centralbanken kan göra transaktioner med inom ramen för styrsystemet.

2.1 Korridorsystem

Ett korridorsystem karakteriseras av att centralbanken stabiliserar marknadsräntor inom styrsystemets räntekorridor. Räntekorridoren utgörs av centralbankens räntor för in- och utlåning över natten. Centralbankens huvudsakliga styrränta ligger vanligtvis i mitten av korridoren med samma avstånd till inlåningsräntan som till utlåningsräntan. Centralbanker med korridorsystem strävar vanligtvis mot att stabilisera marknadsräntorna i mitten av korridoren, i nivå med den huvudsakliga styrräntan.

Om banksystemets likviditetsställning gentemot centralbanken är någorlunda väl balanserad kan det förväntas att vissa motparter har ett likviditetsöverskott vid slutet av dagen, och andra ett likviditetsunderskott. Det innebär att vissa motparter har ett placeringsbehov medan andra har ett lånebehov. En centralbank tillämpar vanligen olika räntor för in- respektive utlåning. Räntan för utlåning är vanligen högre än räntan för inlåning. Skillnaden mellan centralbankens in- och utlåningsränta skapar på så sätt incitament för motparterna att likviditetsutjämna med varandra på marknaden till en ränta som ligger mellan den ränta de skulle betalat respektive fått om de istället lånat eller placerat likviditet hos centralbanken. Det får räntan på dagslånemarknaden att stabiliseras i mitten av korridoren.

Om banksystemet inte är i balans från början, kan centralbanken skapa temporär balans i systemet genom att antingen dränera eller tillföra likviditet genom marknadsoperationer. Det innebär att korridorsystemet även fungerar när banksystemet har ett strukturellt över- eller underskott på likviditet, utöver när det är i balans. När det fungerar så brukar man säga att styrsystemet är universellt, och det är en central egenskap för korridorsystem. Samtidigt kräver det att centralbanken har förmågan att dränera rätt mängd likviditet från banksystemet, eller tillföra rätt mängd till det, vilket förutsätter att centralbanken kan prognosticera banksystemets likviditetsställning på ett tillfredställande sätt.

Eftersom en centralbank med ett korridorsystem inte behöver upprätthålla ett likviditetsöverskott för att styrsystemet ska fungera väl, är det inte heller nödvändigt för den att ha en stor balansräkning. Korridorsystemet kan därför bidra till att göra centralbankens balansräkning, och därmed det egna kapitalet, mindre känsligt för marknadsrörelser. Det medför att korridorsystemet är förknippat med mindre finansiell risk för centralbanken än vad andra typer av styrsystem är.⁴

En central parameter i utformningen av ett korridorsystem är korridorbredden, det vill säga skillnaden mellan centralbankens in- och utlåningsränta över natten. Detta val kan skilja sig betydligt mellan centralbanker och är framför allt en avvägning mellan att å ena sidan begränsa volatilitet i dagslånemarknaden, å andra sidan stimulera interbankaktivitet. En smalare korridor minskar volatiliteten i dagslåneräntan eftersom centralbankens in- och utlåningsräntor utgör gränser för rörelser i dagslåneräntan. Samtidigt minskar incitamenten för interbankaktivitet eftersom motparternas kostnadsbesparing eller vinst av att likviditetsutjämna på marknaden istället för med centralbanken blir mindre för en smal korridor (Bindseil och Jablecki, 2011). Mindre interbankaktivitet innebär också att centralbanken är mer inblandad på marknaderna. På motsvarande sätt stärks motparternas incitament för att söka marknadslösningar i en bred korridor, samtidigt som rörelserna i dagslåneräntan riskerar att bli större.

2.2 Golvsystem

Golvsystem karakteriseras av att centralbanken stabiliserar marknadsräntor vid räntekorridorens golv, som utgörs av centralbankens ränta för inlåning över natten. I golvsystem är oftast inlåningsräntan densamma som den huvudsakliga styrräntan.

Centralbanker med golvsystem tillhandahåller en god tillgång till likviditet för sina motparter. Det innebär att deras motparter har ett behov av att placera likviditet över

⁴ Detta innebär inte att centralbanker som tillämpar korridorsystem per automatik är exponerade för lite finansiell risk, utan endast att styrsystemet i sig inte kräver att centralbanken har en stor balansräkning som exponerar centralbanken för större finansiell risk. Se Caruana (2011) för en diskussion om denna, samt fyra ytterligare risker som en stor balansräkning (risk för inflationen, den finansiella stabiliteten, marknadens funktionssätt samt för statens skuldförvaltning) kan medföra. Se även Borio (2023) för en liknande diskussion.

natten. Eftersom samtliga motparter i regel delar detta placeringsbehov, vänder sig de flesta motparter till centralbanken istället för till marknaden för att placera likviditet över natten. Det pressar ner dagslåneräntan till samma räntenivå som centralbanken erbjuder inlåning till.

I ett väl implementerat golvsystem, det vill säga när centralbanken säkerställer att det alltid är ett betydande överskott på likviditet, kan korta marknadsräntor förväntas vara mindre volatila än exempelvis i ett korridorsystem. Samtidigt kan all likviditetsutjämning förväntas ske med centralbanken, vilket gör att incitamenten för en aktiv interbankmarknad vanligen är svaga i ett golvsystem.

Med ett golvsystem behöver inte centralbanken ha en god prognosförmåga för dagliga likviditetsflöden, som den kan behöva med ett korridorsystem. Däremot behöver centralbanken ha en god prognosförmåga för banksystemets efterfrågan på centralbanksreserver, så att den kan säkerställa att det alltid finns ett överskott av dessa. Centralbanken kan hantera det på två olika sätt där man brukar skilja mellan två olika typer av golvsystem: efterfrågedrivivet respektive utbudsdrivet. Ett efterfrågedrivivet system karakteriseras av att centralbanken tillhandahåller den mängd centralbanksreserver som motparterna efterfrågar. Ett utbudsdrivet system karakteriseras av att centralbanken istället tillhandahåller den mängd som den bedömer är tillräcklig. I båda fallen kan motparterna vanligen tillgå centralbanksreserverna till en låg kostnad.

Golvsystem har blivit vanligare under de senaste 15 åren till följd av att många centralbanker har genomfört storskaliga köp av värdepapper.⁵ Golvsystem kan nämligen på ett enkelt sätt hantera ett växande likviditetsöverskott. Samtidigt är en centralbank med stor balansräkning normalt sett exponerad för större finansiella risker än vad en centralbank med liten balansräkning är.⁶ Det finns också en risk att centralbanken påverkar banksystemets efterfrågan på likviditet mer fundamentalt genom att upprätthålla ett stort likviditetsöverskott under en längre period (Acharya m.fl., 2022). Det medför i sin tur att en centralbank med golvsystem kan få svårt att minska banksystemets likviditetsöverskott. Därutöver kan ett golvsystem också skapa en målkonflikt för centralbanken om den vill föra en åtstramande penningpolitik, eftersom det i alla lägen kräver ett tillräckligt stort likviditetsöverskott.

2.3 Kvotsystem

Kvotsystem karakteriseras av att centralbanken stabiliserar marknadsräntor inom styrsystemets räntekorridor och att inlåning i centralbanken sker till två olika räntor. Motparterna får då en förmånlig ränta, vanligen motsvarande centralbankens huvudsakliga styrränta, för en viss volym som de placerar i centralbanken, det vill säga

⁵ Se exempelvis Borio (2023) för en diskussion om utvecklingen mot att fler centralbanker har golvsystem samt om konsekvenser av detta.

⁶ Se exempelvis Caruana (2011).

kvoten. Kvoten bestäms för varje penningpolitisk motpart, vanligtvis utifrån ett balansräkningsmått. Placeringar utöver denna kvot får en mindre förmånlig ränta. Ofta är skillnaden i ränta betydande.

Kvoträntan ligger vanligtvis i mitten av den räntekorridor som centralbankens in- och utlåningsräntor utgör. Det medför att motparterna i ett kvotsystem har incitament att göra likviditetsutjämnande transaktioner med varandra på marknaden, så att alla motparterna uppfyller sina kvoter och därmed kan utnyttja den mer förmånliga räntesättningen till fullo. Kvotsystem kan därmed skapa incitament för finansiella aktörer att söka marknadslösningar för sin likviditetshantering och därmed bidra till en mer aktiv interbankmarknad.⁷ Det gör att motparternas incitamentsstruktur liknar den i ett korridorsystem.

Kvotsystem delar också flera likheter med golvsystem. En grundförutsättning för att ett kvotsystem ska fungera som tänkt är att centralbanken upprätthåller ett överskott på likviditet. Om det sammantagna likviditetsöverskottet överstiger summan av kvoterna kommer den överskjutande volymerna att få den mindre förmånliga inlåningsräntan. Det innebär att inlåningsräntan utgör marginalprissättningen för likvida medel, och därmed blir tongivande för räntebildningen och den vidare transmissionen av penningpolitiken. Denna mekanism liknar ett golvsystem. Genom att tillämpa ett kvotsystem kan centralbanken alltså vara generös med ersättningen till de motparter som håller centralbanksreserver och samtidigt upprätthålla en god räntestyrning. Detta gjorde att kvotsystem blev vanligare under perioden med negativa räntor och stora likviditetsöverskott.^{8,9}

Det finns några vanliga skillnader mellan hur centralbanker tillämpar kvotsystem. De handlar framför allt om hur stor kvoten är, hur dess storlek bestäms samt hur stor skillnaden är mellan räntan på kvotinlåning och räntan på övrig inlåning. Det är vanligtvis en resurskrävande aktivitet att bestämma kvoter. Den kräver bland annat att centralbanken måste prognosticera motparternas efterfrågan på likviditet samt det samlade likviditetsöverskottet. Det finns också alltid ett inslag av godtycklighet när centralbanken beslutar om nivån på kvoterna.

Flera centralbanker tillämpar kassakrav, vilket ibland kan påminna om kvotsystem. Kassakrav innebär att motparterna måste placera en viss mängd likviditet hos centralbanken. I en del fall förräntas kassakravsmedel enligt samma princip som

⁷ Se exempelvis Altavilla m.fl. (2022).

⁸ Notera att flera centralbanker benämnde detta som en skiktad hantering av centralbanksreserver (eng. tiering) snarare än att uttryckligen benämna sina styrsystem som kvotsystem.

⁹ Denna period sammanföll i många länder med en oro för banksystemets lönsamhet och stabilitet. För räntestyrningen är det i första hand avkastningen på den sista kronan, marginalprissättningen, som påverkar, medan det för bankernas avkastning på inlåning i centralbanken är den genomsnittliga räntan som är avgörande. Detta innebär exempelvis att en kvotinlåning med generös räntesättning, exempelvis nollränta, förbättrar bankernas lönsamhet om räntan för överskjutande insättningar är negativ. Samtidigt är det räntan på marginalen, som är negativ, som fortplantar sig i den korta penningmarknaden.

kvoten i ett kvotsystem gör, det vill säga att de får en mer förmånlig ränta än övrig inlåning. Det finns dock betydande skillnader mellan kvotsystem och kassakrav. Syftet med kassakrav är inte alltid penningpolitiskt, vilket kan innebära att kassakravsmedel får en mindre förmånlig ränta än övrig inlåning i centralbanken eller ingen alls. Det är inte heller ovanligt att penningpolitiska motparter straffas om de inte uppfyller kassakraven. Det är inte fallet i ett kvotsystem, som istället vanligen bygger på incitament. Den mängd centralbanksreserver som motparterna måste hålla med ett kassakrav är dessutom vanligen mindre än de som får hållas till en bättre ränta i ett kvotsystem.

3 Penningpolitiska styrsystem i utvalda jurisdiktioner

I avsnitt 2 beskrev vi grunderna för tre olika huvudtyper av styrsystem. I praktiken kan dock styrsystem utformas på en rad olika sätt och det är inte helt ovanligt att styrsystem har inslag som påminner om mer än en av huvudtyperna. Det gör att det kan vara svårt att klassificera en centralbanks styrsystem utifrån de tre huvudtyperna. Om man vill bilda sig en uppfattning om hur olika centralbanker i praktiken implementerar penningpolitiken, kan det därför vara mer värdefullt att beskriva och analysera styrsystemet utifrån dess tre beståndsdelar. De är vilka **instrument** som erbjuds inom ramen för styrsystemet, vilka **motparter** som tillåts delta samt vilka **säkerheter** som centralbanken godkänner för kreditgivning. I de följande avsnitten beskriver vi därför fjorton centralbankers styrsystem utifrån dessa tre beståndsdelar.

Innan vi går igenom respektive centralbanks styrsystem är det dock lämpligt att nämna hur vi klassificerar styrsystemens olika beståndsdelar.

Den första beståndsdelan, det vill säga centralbankens penningpolitiska **instrument**, delas upp i stående faciliteter och marknadsoperationer. **Stående faciliteter** är sådana instrument som kan nyttjas dagligen på motparternas eget initiativ, i obegränsad utsträckning och till förutbestämda villkor. De kan nyttjas antingen löpande under dagen eller i samband med att penningmarknaderna stänger. Faciliteternas löptid sträcker sig vanligen endast över natten. **Marknadsoperationer** genomförs däremot på initiativ av centralbanken själv och erbjuds vanligen i begränsad omfattning. De kan ha en löptid från över natten upp till flera månader, vilket gör att marknadsoperationer kan användas för att påverka banksystemets likviditetsställning gentemot centralbanken under en längre tid.

Gränsen mellan marknadsoperationer och stående faciliteter kan ibland vara något flytande. Exempelvis kan namnet på ett instrument implicera att det är en stående facilitet, även om dess egenskaper snarare indikerar att det är en frekvent återkommande marknadsoperation. I denna artikel kommer vi att klassificera de penningpolitiska instrumenten utefter deras egenskaper, oberoende av vad de heter. Vidare är det värt att notera att medan ett stort antal centralbanker använder

räntebärande konton som ett penningpolitiskt instrument, så betraktar några centralbanker inte sådana konton som en stående facilitet.¹⁰ I denna artikel kommer vi dock att klassificera räntebärande konton i centralbanken som stående faciliteter.

Det varierar om centralbanker benämner sina eventuella repotransaktioner och repofaciliteter utifrån motpartens eller centralbankens perspektiv. För tydlighet kommer vi därför genomgående att använda begreppet repotransaktion, och även kortformen repor, samt specificera om de används för att absorbera eller tillföra likviditet till banksystemet.

De allra flesta centralbanker har en stor uppsättning av instrument som de kan använda inom ramen för sitt penningpolitiska styrsystem. Det är dock sällan som en centralbank tillämpar samtliga instrument samtidigt. Vilka instrument centralbanken använder beror vanligen på banksystemets strukturella likviditetsställning gentemot den. För att ge en bild av styrsystemen som de faktiskt tillämpas kommer vi därför när vi beskriver centralbankernas styrsystem endast att redogöra för de instrument som centralbankerna regelbundet erbjöd vid halvårsskiftet 2023.¹¹ Därutöver fokuserar vi på hur centralbanker kontrollerar korta marknadsräntor – penningmarknadsräntor – och styr dessa mot sina respektive huvudsakliga styrräntor. Därför utvecklar vi inte i detalj om centralbanker exempelvis köper och säljer finansiella tillgångar för att påverka längre marknadsräntor. Vi redogör inte heller för de instrument som centralbankerna erbjuder i marknadsvårdande syfte eller av finansiella stabilitetsskäl, eftersom centralbankernas mandat varierar mycket inom dessa områden.¹²

Den andra beståndsdel av ett styrsystem är centralbankens **motpartskrets** och hur den är utformad. För att förenkla jämförelsen mellan centralbanker klassificerar vi dessa som antingen smala eller breda. Att avgöra om kriterierna som centralbanken tillämpar för sina penningpolitiska motparter i styrsystemet är breda eller smala är dock inte okomplicerat. I den här artikeln definierar vi en motpartskrets som smal om den endast kan bestå av kreditinstitut. Där inkluderar vi institutioner som banker, sparbanks och bolåneinstitut. Om ytterligare aktörer, som exempelvis centrala motparter, penningmarknadsfonder, investeringsfonder och pensionsfonder, kan delta i styrsystemet betraktar vi istället motpartskretsen som bred.

Den tredje beståndsdel är vilka **säkerheter** som centralbanken accepterar för sin kreditgivning. På motsvarande sätt som att vi klassificerar motpartskretsen som smal

¹⁰ Dessa centralbanker reserverar begreppet stående facilitet för sina utlåningsfaciliteter. Ett exempel på en centralbank som gör denna distinktion är den schweiziska centralbanken.

¹¹ Den ungerska centralbanken beslutade i september 2023 att genomföra ett antal större ändringar av sitt penningpolitiska styrsystem. De allra flesta av dessa förändringar implementerades mellan den 27 september och den 1 oktober 2023. Därför redogör vi för detta styrsystem utifrån hur det såg ut den 1 oktober 2023.

¹² Vi utesluter också sådana faciliteter och marknadsoperationer som endast riktas mot utländska centralbanker och liknande aktörer, exempelvis den av Federal Reserve erbjudna Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) Repo Facility.

eller bred, klassificerar vi säkerheterna som smala eller breda. Vi bedömer säkerhetsmassan som smal om ett eller båda av följande kriterier är uppfyllda:

- i) Centralbanken accepterar endast värdepapper i den egna valutan.
- ii) Centralbanken accepterar endast statsobligationer och motsvarande skuldinstrument.¹³

Det kan argumenteras att detta är ett grovt mått beroende på storleken och djupet i lokala obligationsmarknader, men det gör det möjligt för oss att dra en enkel gräns utan subjektiva inslag; om den accepterade säkerhetsmassan inte bedöms som smal, så bedöms den automatiskt vara bred.

Vi har i denna jämförelse valt att främst inkludera europeiska centralbanker. Utöver den Europeiska centralbanken inkluderar vi centralbankerna i de EU-länder som i dag, liksom Sverige, inte officiellt arbetar för att införa euron som valuta.¹⁴ Därutöver ingår även centralbankerna i Island, Norge, Schweiz och Storbritannien, i vårt urval. Vi väljer även att studera hur styrsystemen ser ut i USA och i tre ytterligare utomeuropeiska länder vars centralbanker ofta jämförs med Sveriges, nämligen Australien, Kanada och Nya Zeeland. Detta innebär att vi studerar styrsystemen i samma länder som Sellin och Åsberg Sommar (2014) med den skillnaden att vi har lagt till Danmark och Island för att inkludera alla de nordiska centralbankerna i vårt urval. Med ett undantag har samtliga av de fjorton centralbanker som vi studerar ett övergripande mål för penningpolitiken som syftar till prisstabilitet. Undantaget är Danmark som har ett växelkursmål.

Vår beskrivning av centralbankernas styrsystem är tänkt att användas som ett uppslagsverk. I avsnitt 4 diskuterar vi skillnader och likheter mellan styrsystemen. Där finns även sammanfattande tabeller av informationen som framgår i avsnitt 3.

3.1 Australien – Reserve Bank of Australia (RBA)

Målet för RBA:s penningpolitiska styrsystem är att stabilisera räntan på icke-säkerställda interbanklån med löptid över natten, benämnd cash rate, nära centralbankens så kallade cash rate target.¹⁵ Cash rate target är RBA:s huvudsakliga styrränta. RBA tillämpar ett golvsystem för att implementera sin penningpolitik, och karakteriserar även sitt styrsystem som ett sådant. För att säkerställa ett välfungerande betalningsväsende tillämpar RBA även kassakrav.

¹³ Detta inkluderar subnationella obligationer i länder som har en federal struktur, samt fordringar på centralbanker.

¹⁴ Detta innebär att centralbankerna i Danmark, Polen, Tjeckien och Ungern ingår i vårt urval, medan centralbankerna i Bulgarien och Rumänien inte ingår eftersom den officiella linjen i dessa länder är att sträva mot ett införande av euron som valuta.

¹⁵ I marknaden är denna ränta känd som Aoina (AUD Overnight Index Average).

3.1.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för en del penningpolitiska motparter

Kontobehållningar i centralbanken, det vill säga centralbanksreserver, uppbär en ränta som ligger 10 räntepunkter under RBA:s cash rate target. Utlåning över natten erbjuds genom repotransaktioner mot accepterade säkerheter. Det finns ingen övre gräns för utlåningen och det sker till en ränta 25 räntepunkter över cash rate target.

Kassakravsmedel uppbär samma ränta som centralbanksreserverna, det vill säga en ränta 10 räntepunkter under cash rate target.

Obegränsad och räntefri intradagskredit erbjuds i form av repor mot godkända säkerheter i betalningssystemet.

Marknadsoperationer, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

Utöver de stående faciliteterna erbjuder RBA veckovisa marknadsoperationer för att tillföra banksystemet likviditet. Marknadsoperationerna genomförs i form av repotransaktioner och har en löptid på 28 dagar. RBA fastställer en nedre gräns för accepterade bud, och accepterar samtliga bud till eller över denna ränta med full tilldelning. Den nedre gränsen motsvarar räntan för så kallade overnight index swaps (OIS) med samma löptid som repotransaktionen plus ett tillägg som för närvarande är på 5 räntepunkter.

Därutöver erbjuder RBA dagligen likviditetstillförande repotransaktioner utan löptidsbegränsning till de motparter som omfattas av kassakrav. Den marknadsoperationen används främst för att underlätta för motparterna att uppfylla kassakraven och räntan motsvarar den ränta som centralbanksreserver uppbär.

3.1.2 Motparter

Vi klassificerar RBA:s motpartsrets i det penningpolitiska styrsystemet som bred eftersom centralbanken tillåter fler typer av aktörer än kreditinstitut som motpart. Behöriga företag inkluderar exempelvis banker, hypoteksföreningar (eng. building societies), kreditkassor (eng. credit unions) och centrala motparter. För att vara behörig att delta i styrsystemet måste motparterna bland annat delta i det centrala betalningssystemet RITS och i värdepappersavvecklingssystemet Austraclear. Därtill behöver de stå under tillräcklig tillsyn samt kunna säkerställa en effektiv hantering av transaktioner i god tid.

Motparter som är direkta eller indirekta medlemmar i RITS har tillgång till de inhemska marknadsoperationerna. Motparter som är direkta medlemmar i RITS, och således innehar konton där, har även tillgång till de stående faciliteterna. Den 30 juni 2023 hade RBA 161 motparter, det vill säga medlemmar i RITS, varav 98 var

direktdeltagare och hade konton. Av de 98 direktdeltagarna var merparten banker, hypoteksföreningar och kreditkassor.

3.1.3 Säkerheter

Enligt vår klassificering accepterar RBA en smal säkerhetsmassa för sin kreditgivning. Detta på grund av att den endast accepterar säkerheter i form av värdepapper denominerade i australiska dollar som är emitterade under australisk lag. Förutsatt att värdepapperen uppfyller krav på exempelvis kreditbetyg accepteras bland annat statsobligationer, säkerställda obligationer, företagscertifikat och obligationer. RBA ställer samma krav på säkerheter för stående faciliteter och marknadsoperationer.

3.2 Kanada – Bank of Canada (BoC)

Målet för BoC:s penningpolitiska styrsystem är att stabilisera penningmarknadsräntor med löptid över natten nära centralbankens så kallade target rate. I praktiken bedöms detta genom att studera Corra, Canadian Overnight Repo Rate Average, som är en säkerställd referensränta med löptid över natten. Target rate är BoC:s huvudsakliga styrränta. För sitt penningpolitiska styrsystem använder BoC ett golvsystem. BoC klassificerar också uttryckligen sitt styrsystem som ett golvsystem.

3.2.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för en del penningpolitiska motparter

Kontobehållningar i centralbanken, det vill säga inlåning, uppbär inlåningsräntan som är lika med gällande target rate. Obegränsad kredit med löptid över natten är tillgänglig mot godkända säkerheter genom den stående likviditetsfaciliteten till en ränta 25 räntepunkter över target rate, benämnd bank rate.

I betalningssystemet erbjuds räntefri intradagskredit mot alla godkända säkerheter, utan begränsning.

Marknadsoperationer, tillgängliga för en del penningpolitiska motparter

När det kommer till marknadsoperationer erbjuder BoC dagliga repor med löptid över natten av såväl likviditetstillförande som likviditetsabsorberande sort.¹⁶ De repor som erbjuds för att tillföra likviditet prissätts genom ett auktionsförfarande med target rate som den lägsta räntan. Repor som erbjuds för att absorbera likviditet genomförs

¹⁶ Dessa operationer är schemalagda dagligen och genomförs genom etablerade program, men eftersom tilldelningen i slutänden är diskretionär från BoC:s sida klassificerar vi dem som marknadsoperationer och inte som stående faciliteter.

till en fast ränta som motsvarar target rate.¹⁷ Därutöver erbjuder BoC en stående repofacilitet till bank rate för att tillföra likviditet.¹⁸

3.2.2 Motparter

Vi klassificerar BoC:s motparts-krets som bred eftersom behörighetskraven inte begränsar den till kreditinstitut. För närvarande är dock alla de penningpolitiska motparterna banker eller hör samman med banker. Olika typer av aktörer har dock tillgång till olika penningpolitiska instrument. En del motparter har tillgång till stående faciliteter medan andra har tillgång till marknadsoperationer.

Direkta medlemmar i det centrala betalningssystemet Lynx har tillgång till räntebärande konton i BoC och den stående likviditetsfaciliteten. Möjliga medlemmar är banker med inhemska banklicenser, vissa utländska bankers filialer och andra finansiella institutioner. Den 12 juni 2023 fanns det 16 direkta medlemmar i Lynx.

Kanadensiska aktörer som är återförsäljare av kanadensiska statsobligationer (eng. primary dealers) har tillgång till den stående repofaciliteten och övriga marknadsoperationer.¹⁹ Den 12 juni 2023 fanns det elva sådana återförsäljare.

3.2.3 Säkerheter

BoC accepterar olika säkerheter för sina olika penningpolitiska instrument. I marknadsoperationer accepteras endast värdepapper utgivna av kanadensiska staten i kanadensiska dollar, det vill säga en smal säkerhetsmassa enligt vår definition. I den stående likviditetsfaciliteten accepteras ett antal olika typer av värdepapper och låneportföljer, under förutsättning att strikta valutabegränsningar och krav på kreditbetyg är uppfyllda. Även om vi klassificerar den accepterade säkerhetsmassan för den stående faciliteten som bred, bör det noteras att säkerheterna måste vara denominerade i kanadensiska eller amerikanska dollar. Därtill tillämpar BoC striktare regler för värdepapper som är denominerade i amerikanska dollar. Intradagskredit erbjuds mot alla godkända säkerheter.

3.3 Tjeckien – Česká národní banka (CNB)

CNB:s huvudsakliga styrränta är räntan på repor med tvåveckors löptid, vidare benämnd tvåveckorsreporäntan. CNB specificerar inte något explicit operationellt mål

¹⁷ Likviditetstillförande repor med löptid över natten erbjuds i begränsad volym och tilldelningen sker genom ett auktionsförfarande med unisonprissättning (eng. *uniform price*). Likviditetsabsorberande repor genomförs med full tilldelning och mot värdepapper utgivna av kanadensiska staten i kanadensiska dollar.

¹⁸ På grund av att utlåningen är behäftad med motparts-limiter väljer vi att klassificera den som en regelbunden marknadsoperation istället för en stående facilitet.

¹⁹ I begreppet primary dealer ingår såväl att vara återförsäljare av som marknadsgarant för statsobligationer och andra värdepapper utgivna av den kanadensiska staten. För att göra artikeln mer lättläst väljer vi att endast skriva återförsäljare på svenska.

för sitt styrsystem. Inte heller klassificerar den sitt styrsystem som någon av de tre huvudtyper vi diskuterade i avsnitt 2. Vi menar dock att deras styrsystem delar flest likheter med ett korridorsystem. Korridoren är symmetrisk och har en bredd om 200 räntepunkter. CNB tillämpar kassakrav men syftet med dessa är inte penningpolitiskt.²⁰

3.3.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för en del penningpolitiska motparter

CNB tillämpar kassakrav för vissa motparter. Dessa medel förräntas med tvåveckorsreporäntan.²¹ Centralbanksreserver som överstiger denna nivå har motparterna möjlighet att placera i centralbankens inlåningsfacilitet.²² Räntan på inlåningsfaciliteten, diskonteringsräntan, är 100 räntepunkter under den huvudsakliga styrräntan. Utlåning över natten erbjuds mot accepterade säkerheter i utlåningsfaciliteten. Facilitetens ränta benämns Lombardräntan och är 100 räntepunkter över den huvudsakliga styrräntan. Diskonteringsräntan och Lombardräntan utgör golvet respektive taket i räntekorridoren.

Obegränsad räntefri intradagskredit erbjuds mot godkända säkerheter i betalningssystemet.

Marknadsoperationer, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

Tre gånger i veckan erbjuder CNB marknadsoperationer i form av likviditetsabsorberande repor med två veckors löptid. Operationerna genomförs som anbudsförfaranden med rörlig ränta där tvåveckorsreporäntan utgör den övre gränsen för acceptabla bud. Den erbjudna volymen motsvarar det totala prognostiserade likviditetsöverskottet för dagen.

Därutöver erbjuder CNB en gång i veckan likviditetstillförande repor med en löptid på två veckor.²³ Centralbanken erbjuder dessa av såväl penningpolitiska skäl som finansiella stabilitetsskäl. Förutsatt att motparterna ställer tillräckligt med säkerheter kan de låna en obegränsad volym i dessa repotransaktioner. Räntan är fast men differentierad mellan motparter. Räntan är satt 10 räntepunkter över

²⁰ Kassakravet används för att stödja betalningssystemet. Nivån för kassakravet är satt till 2 procent av kassakravsbasen.

²¹ Från och med den 5 oktober 2023 uppbär inte kassakravsmedel någon ränta.

²² Överskjutande centralbanksreserver förräntas inte med inlåningsräntan per automatik, utan det kräver ett aktivt beslut från motparten. Överskjutande centralbanksreserver som kvarstår på kontot förräntas med 0 procent.

²³ Marknadsoperationen erbjuds två gånger i veckan, men till olika motpartsgrupper. Därför kan en enskild motpart endast delta i marknadsoperationen vid ett tillfälle.

tvåveckorsreporäntan för banker, och 20 räntepunkter över tvåveckorsreporäntan för motparter som inte är banker.

3.3.2 Motparter

Vi klassificerar CNBs motparts-krets som bred, även om tillgången till styrsystemets olika instrument är segmenterad. Motparter som omfattas av kassakrav, exempelvis banker, utländska bankfilialer och kreditkassor, har tillgång till alla instrument. Motparter som inte är banker, exempelvis försäkringsföretag, pensionsbolag och fondbolag, har endast tillgång till likviditetstillförande marknadsoperationer. Den 30 juni 2023 omfattades 47 motparter av kassakrav. Av dessa hade 33 deelt avtal som krävs för tillgång till utlåning.

3.3.3 Säkerheter²⁴

CNB accepterar enligt vår klassificering en smal säkerhetsmassa i sin utlåningsfacilitet och sina marknadsoperationer, eftersom endast säkerheter denominerade i koruna accepteras. I marknadsoperationer accepterar CNB även olika säkerheter från olika typer av motparter. CNB accepterar statsobligationer, statsskuldväxlar, växlar utfärdade av CNB samt bostadsobligationer från banker, utländska bankers filialer och kreditkassor. Från andra behöriga motparter accepteras endast statsobligationer, statsskuldväxlar och växlar utgivna av CNB.

3.4 Danmark – Danmarks Nationalbank (DN)

Till skillnad från övriga centralbanker i vårt urval så har DN ett växelkursmål.²⁵ Det operationella målet för DN:s styrsystem är därför att se till att den fasta växelkursen för den danska kronan mot euro håller. I syfte att uppnå detta mål strävar dock DN mot att styra korta marknadsräntor, vilket är likt de övriga centralbankerna i vårt urval. Målnivån för dessa penningmarknadsräntor är den nivå som upprätthåller peggen.

DN klassificerar sitt styrsystem som ett korridorsystem men tillstår att det kan påminna om ett golvsystem när mängden centralbanksreserver är stor. Bredden på centralbankens korridor är 15 räntepunkter. På grund av att målnivån för korta marknadsräntor varierar över tid, varierar även den ränta som DN klassificerar som den huvudsakliga styrräntan över tid. Beroende på mängden centralbanksreserver anses antingen in- eller utlåningsräntan vara den huvudsakliga styrräntan.²⁶ Vid

²⁴ På förfrågan erbjuder CNB även en så kallad *collateral upgrade swap*.

²⁵ Även DN strävar visserligen efter att uppnå prisstabilitet, men bedömer att detta bäst uppnås genom en penningpolitik som ser till att värdet på den danska kronan stabiliseras mot euron.

²⁶ Om banksystemets nettoposition är stor är det troligt att DEST (Denmark Short-Term Rate) handlar nära golvet i korridoren och då anses inlåningsräntan utgöra den huvudsakliga styrräntan.

avstämningstidpunkten för denna artikel, det vill säga under sommaren 2023, bedöms inlåningsräntan vara den viktigaste räntan.

3.4.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

Kontobehållningar på så kallade foliokonton förräntas till inlåningsräntan (dan. foliorenten). Inlåningsräntan utgör golvet i räntekorridoren. Det finns inte någon stående utlåningsfacilitet.

I det centrala betalningssystemet erbjuder DN obegränsad räntefri intradagskredit mot säkerheter.

Marknadsoperationer, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

Taket i DN:s räntekorridor utgörs inte av en utlåningsfacilitet över natten. Istället erbjuder DN utlåning en gång i veckan, normalt sett med en veckas löptid, via marknadsoperationer. Endast värdet av de säkerheter motparterna har lämnat i pant utgör en begränsning för det belopp som de har möjligt att låna. Utlåningsräntan ligger 15 räntepunkter över inlåningsräntan. DN erbjuder även likviditetsabsorberande marknadsoperationer en gång i veckan med en veckas löptid. I dessa operationer erbjuds motparter möjligheten att placera en obegränsad volym i certifikat, så kallade indskudsbevis, utgivna av DN. Räntan är fast och lika med inlåningsräntan.²⁷

3.4.2 Motparter

DN har en penningpolitisk motpartsrets för alla sina operationer i danska kronor. Motpartsretsen är enligt vår definition smal eftersom endast banker och bostadsinstitut är behöriga. DN hade 69 penningpolitiska motparter den 30 juni 2023. Av dem var 64 banker och 5 bostadsinstitut.

3.4.3 Säkerheter

Även om DN:s accepterade säkerhetsmassa enligt våra kriterier klassificeras som bred, eftersom icke-statsobligationer accepteras såväl som värdepapper som inte är denominerade i DKK, är den accepterade säkerhetsmassan ändå förhållandevis smal. Förutom danska kronor accepteras endast värdepapper denominerade i euro. De godkända säkerheterna utgörs av danska och färöiska statsobligationer, inklusive statsgaranterade obligationer, obligationer utgivna av Kommunekredit samt bostadsobligationer, säkerställda obligationer och säkerställda bostadsobligationer

²⁷ Indskudsbevis är värdepapper som är överlåtbara mellan de penningpolitiska motparterna, men inte utanför denna krets. Räntan på Indskudsbevis ändrades till inlåningsräntan 2021 och har sedan dess nyttjats i begränsad utsträckning.

utgivna av institutioner som lyder under den danska lagen om finansiell verksamhet (dan. lov om finansiell virksomhed).

3.5 Euroområdet – Europeiska centralbanken (ECB)

ECB har tre huvudsakliga styrräntor: inlåningsfacilitetsräntan, huvudsakliga refinansieringsräntan och marginalutlåningsfacilitetsräntan. De tre huvudsakliga styrräntorna kommuniceras som tre separata beslut. ECB har inget officiellt uttalat operationellt mål för sitt penningpolitiska styrsystem. Baserat på diverse beskrivningar av styrsystemet och tal från direktionsmedlemmar är det dock tydligt att syftet är att stabilisera korta penningmarknadsräntor nära de huvudsakliga styrräntorna. Likviditetsöverskottet är för närvarande stort, och målet är därför att styra de korta penningmarknadsräntorna mot inlåningsräntan.²⁸

ECB klassificerar inte sitt styrsystem som någon av de huvudtyper vi diskuterade i avsnitt 2, men vår bedömning är att det delar flest likheter med ett golvsystem. Det är även värt att notera att Isabel Schnabel, medlem av ECB:s direktion, refererade till styrsystemet som ett golvsystem i ett tal den 27 mars 2023.²⁹ ECB tillämpar kassakrav för kreditinstitut som är etablerade i euroområdet, se nedan.³⁰

3.5.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

ECB erbjuder inlåning över natten genom en stående inlåningsfacilitet. De medel motparter placerar i faciliteten, såväl som de medel de håller för att uppfylla kassakrav uppbär inlåningsfacilitetsräntan.³¹ Inlåningsfacilitetsräntan är den lägsta av de tre huvudsakliga styrräntorna. Därtill erbjuder ECB kredit mot säkerhet på löptid över natten genom sin marginalutlåningsfacilitet, till marginalutlåningsfacilitetsräntan. Denna ränta är den högsta av de tre huvudsakliga styrräntorna och ligger för närvarande 75 räntepunkter över inlåningsfacilitetsräntan.

Obegränsad, räntefri intradagskredit erbjuds inom ramen för betalningssystemet mot accepterade säkerheter.

²⁸ Se exempelvis Corsi och Mudde (2022).

²⁹ Schnabel (2023).

³⁰ ECB tillämpar ett genomsnittligt kassakrav. Nivån för kassakravet är 1 % av kassakravsbasen, det vill säga vissa specifika skuldposter.

³¹ ECB kräver att kreditinstitut som är etablerade i euroområdet håller en viss mängd centralbanksreserver på konto i sina respektive nationella centralbanker, det vill säga ett kassakrav. Dessa centralbanksreserver uppbär en ränta motsvarande inlåningsfacilitetsräntan under sommaren 2023. Från och med den 20 september 2023 uppbär dock kassakravsmedel 0 %.

Marknadsoperationer, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

ECB erbjuder två regelbundna marknadsoperationer: de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna samt långfristiga refinansieringstransaktioner. Båda är likviditetstillförande. De huvudsakliga refinansieringsoperationerna är regelbundna omvända transaktioner med en löptid på en vecka. Marknadsoperationen erbjuds varje vecka och har ingen volymbegränsning. Utlåning sker mot säkerhet och räntan på transaktionerna, det vill säga den huvudsakliga refinansieringsräntan, är för närvarande 50 räntepunkter över inlåningsfacilitetsräntan och 25 räntepunkter under marginalutlåningsfacilitetsräntan.

De långfristiga refinansieringsoperationerna erbjuds på ett liknande sätt. Den huvudsakliga skillnaden är att dessa operationer har en löptid på tre månader och endast erbjuds en gång per månad. Operationerna erbjuds med full tilldelning och som omvända transaktioner till en fast ränta motsvarande den genomsnittliga huvudsakliga refinansieringsräntan under löptiden.

3.5.2 Motparter

ECB har en motpartsrets för sina penningpolitiska instrument. Behöriga motparter är kreditinstitut under tillräcklig tillsyn, och som omfattas av eurosystemets kassakrav. Det innebär att vi karakteriserar ECB:s motpartsrets som smal, även om den sett till antalet motparter är förhållandevis stor. ECB publicerar ingen information om det exakta antalet motparter, men enligt Corsi och Mudde (2022) hade ECB 1 869 penningpolitiska motparter i slutet av år 2021.

3.5.3 Säkerheter

ECB accepterar en bred säkerhetsmassa för utlåning i faciliteter och marknadsoperationer. Accepterade säkerheter inkluderar exempelvis statsobligationer, säkerställda obligationer och andra bankobligationer, värdepapperiseringar (eng. asset-backed securities) och i begränsad utsträckning icke-omsättningsbara tillgångar och likvida medel. Emittenterna kan ha hemvist i flera olika länder och värdepapperna vara denominerade i flera olika valutor.

3.6 Ungern – Magyar Nemzeti Bank (MNB)

I september 2023 beslutade MNB:s direktion att genomföra flera förändringar av sitt penningpolitiska styrsystem.³² De allra flesta förändringar implementerades mellan den 27 september och den 1 oktober 2023. På grund av detta beskriver vi MNB:s penningpolitiska styrsystem som det såg ut den 1 oktober 2023 istället för den 30 juni 2023.

³² Förändringarna beslutades vid två tillfällen, den 12 respektive 26 september.

MNB:s huvudsakliga styrränta är den så kallade basräntan. Det operationella målet för MNB:s penningpolitiska styrsystem är att korta marknadsräntor ska anpassas till basräntan och förväntningar på den. MNB klassificerar inte sitt styrsystem som någon av de huvudtyper vi diskuterade i avsnitt 2, men vår bedömning är att det delar flest likheter med ett korridorsystem. Den 1 oktober 2023 är deras korridor 200 räntepunkter bred.³³ Inhemska banker omfattas av kassakrav, se nedan.

3.6.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

En fjärdedel av de centralbanksreserver som motparter håller för att uppfylla kassakravet är inte räntebärande och resterande del uppbär basräntan.³⁴ De centralbanksreserver som motparter håller utöver kassakraven ersätts också med basräntan.

MNB erbjuder en stående inlåningsfacilitet och en stående utlåningsfacilitet, båda på löptid över natten. Behållningar i inlåningsfaciliteten ersätts med en ränta 100 räntepunkter under basräntan och utgör golvet i MNB:s räntekorridor. Utlåning erbjuds mot säkerhet utan begränsning till en ränta som för närvarande är 100 räntepunkter över basräntan. Denna utlåningsränta utgör taket i räntekorridoren.

Obegränsad, räntefri intradagskredit erbjuds inom ramen för betalningssystemet mot accepterade säkerheter.

Marknadsoperationer, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

MNB emitterar diskonteringspapper för att absorbera likviditet. Löptiden och emissionsfrekvensen sätts diskretionärt av MNB, men överlag emitteras växlarna en gång i veckan och har en löptid på sju dagar. Växlarna emitteras genom ett auktionsförfarande till centralbankens basränta.

Därtill erbjuder MNB inlåning med längre löptid och rörlig ränta. Marknadsoperationen erbjuds vanligen en gång per månad i obegränsad volym. Räntan motsvarar den aktuella basräntan plus ett tillägg som för närvarande är satt till 0 räntepunkter. Löptiden kan vara upp till sex månader men är vanligen satt till en månad.

På daglig basis erbjuder MNB genom anbud även valutaswappar (EUR/HUF) med en löptid över natten för att tillföra euro till banksystemet.³⁵ Valutaswappar erbjuds i

³³ Bredden på korridoren har succesivt minskats sedan maj 2023. Innan detta var bredden på korridoren 1 250 räntepunkter, det vill säga 12,5 procentenheter.

³⁴ Motparter som inte uppfyller sina kassakrav erläggs en straffränta som uppgår till centralbankens basränta multiplicerat med 2.

³⁵ Transaktionerna iverkställs dagen efter anbudet. Löptiden är följaktligen T/N.

begränsad volym vanligen till rörlig ränta där MNB tillkännager den högsta ränta som den accepterar bud till.

3.6.2 Motparter

MNB har en penningpolitisk motpartskrets för alla sina instrument i forint. Eftersom endast kreditinstitut som är registrerade i Ungern, inklusive ungerska filialer av utländska banker, är behöriga att bli motparter klassificerar vi motpartskretsen som smal. Motparter måste vara direktmedlemmar i det centrala betalningssystemet VIBER eller direktmedlemmar i clearingsystemet för interbanktransaktioner BKR.³⁶ Den 30 juni 2023 hade MNB ungefär 30 motparter.

3.6.3 Säkerheter

MNB accepterar en bred säkerhetsmassa för sina penningpolitiska instrument. Godkända säkerheter inkluderar värdepapper och fordringar på företag i ett antal valutor samt bunden inlåning med längre löptid (och rörlig ränta) hos MNB.

3.7 Island – Seðlabanki Íslands (SI)

SI:s huvudsakliga styrränta är räntan på sju dagars inlåning.³⁷ Målet för SI:s penningpolitiska styrsystem är att stabilisera marknadsräntor mellan banker nära denna ränta. SI klassificerar sitt styrsystem som ett korridorsystem med ett golv. Korridoren är asymmetrisk runt räntan på sju dagars inlåning och har en bredd om 200 räntepunkter. SI tillämpar också fasta icke-räntebärande kassakrav. Kassakraven har dock inte ett penningpolitiskt syfte.³⁸

3.7.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

SI erbjuder sina motparter möjligheten att både placera och låna likviditet över natten. De två stående faciliteterna beskrivs utifrån sina egenskaper och saknar explicita namn. Den ränta som SI betalar på centralbanksreserver benämns inlåningsräntan och ligger 25 räntepunkter under räntan på sju dagars inlåning. Utlåning erbjuds mot godkända säkerheter utan någon volymbegränsning till en ränta

³⁶ För att vara behörig till låneinstrument måste motparter också ha ett säkerhetskonto hos KELER (Värdepapperscentralen).

³⁷ Den huvudsakliga styrräntan motsvarar den ränta som bedöms ha den största påverkan på korta marknadsräntor. Det kan alltså förändras över tid vilken ränta detta motsvarar. Sedan 2014 har räntan på sju dagars inlåning ansetts vara den huvudsakliga styrräntan.

³⁸ Det fasta, icke-räntebärande kassakravet uppgår till 2 % av underlaget för kassakravet. Huvudsyftet med kassakravet är att reducera centralbankens kostnader för att implementera penningpolitiken. Syftet är alltså inte att påverka den penningpolitiska hållningen.

175 räntepunkter över räntan på sju dagars inlåning. Dessa in- respektive utlåningsräntor utgör golvet respektive taket i SI:s räntekorridor.

Räntefri intradagskredit erbjuds inom ramen för betalningssystemet mot accepterade säkerheter upp till en individuell volymbegränsning.

Marknadsoperationer, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

En gång per vecka erbjuder SI marknadsoperationer i form av bunden inlåning med sju dagars löptid för att absorbera likviditet. Den bundna inlåningen erbjuds till den huvudsakliga styrräntan, och i begränsande volymer. Tilldelningen sker genom ett auktionsförfarande.

3.7.2 Motparter

SI har en grupp av penningpolitiska motparter för alla sina operationer i krónur. De som är behöriga att bli motparter är affärsbanker, sparbanker och isländska filialer till utländska finansiella institut. SI:s motpartsrets är därför kategoriserad som smal enligt vår definition. Den 30 juni 2023 hade SI 9 motparter. Av dessa var 4 affärsbanker och 5 sparbanker.

3.7.3 Säkerheter

SI accepterar en smal säkerhetsmassa för utlåningen i sitt styrsystem. Endast värdepapper denominerade i krónur godtas. Godkända säkerheter är huvudsakligen obligationer och växlar utgivna av den isländska staten, statsgaranterade värdepapper, säkerställda obligationer och portföljer av bostadsobligationer.³⁹

3.8 Nya Zeeland – Reserve Bank of New Zealand (RBNZ)

RBNZ:s huvudsakliga styrränta är den så kallade official cash rate. Målet för RBNZ:s penningpolitiska styrsystem är att stabilisera korta marknadsräntor nära official cash rate. RBNZ använder ett golvsystem för att implementera penningpolitiken och karakteriserar uttryckligen sitt styrsystem på detta sätt.

3.8.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

RBNZ betalar en ränta motsvarande official cash rate på kontobehållningar i centralbanken över natten. Därtill erbjuder RBNZ en stående repofacilitet som möjliggör för motparter utan konto i centralbanken att placera likvida medel till en

³⁹ I betalningssystemet kan även bunden inlåning i centralbanken användas som säkerhet.

ränta motsvarande official cash rate minus 10 räntepunkter.⁴⁰ RBNZ erbjuder utlåning över natten genom en likviditetstillförande repofacilitet. I faciliteten kan motparter låna en obegränsad volym i utbyte mot godkända säkerheter till en ränta 25 räntepunkter över official cash rate.

Det finns inte någon separat facilitet för intradagskrediter i betalningssystemet. Alla betalningar måste avvecklas i centralbanksreserver.

Marknadsoperationer, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

Två dagar per vecka emitterar RBNZ så kallade reserve banks bills, det vill säga växlar, med en löptid på 7 respektive 28 dagar i begränsad volym för att dränera banksystemet på likviditet. Växlarna emitteras genom ett auktionsförfarande och prissätts till som högst official cash rate, eller den marknadsimplycita förväntade nivån för official cash rate vid längre löptider.

Därtill använder RBNZ valutaswappar och räntevalutaswappar (eng. cross currency basis swaps)(NZD/USD) för att påverka mängden likviditet. Om syftet är att tillföra likviditet genomför RBNZ transaktioner till eller över den marknadsimplycita nivån för official cash rate. Om syftet istället är att dränera likviditet genomförs transaktionerna till eller under den marknadsimplycita nivån för official cash rate.

Marknadsoperationerna erbjuds efter behov, men upp till flera gånger per dag. Löptiderna varierar mellan en dag och upp till sex månader.

3.8.2 Motparter

Vi klassificerar RBNZ:s motpartskrets som bred eftersom att behörighetskraven inte begränsar den till kreditinstitut. Alla direkttagare i avvecklings- och betalningssystemen ESAS erhåller ränta på sina kontobehållningar motsvarande official cash rate. Dessa motparter har möjlighet att ansöka om tillgång till de övriga stående faciliteterna och marknadsoperationerna men har inte tillgång till dessa per automatik.⁴¹ Även andra aktörer kan ansöka om att bli en motpart. Den 30 juni 2023 var antalet motparter mellan 20 och 30 stycken. De flesta kunde i praktiken tillgå såväl stående faciliteter som samtliga marknadsoperationer.

⁴⁰ Till skillnad från andra likviditetsabsorberande repofaciliteter i denna översikt, begränsas Reserve Bank of New Zealands stående repofacilitet endast av centralbankens innehav av säkerheter, det vill säga att det exempelvis inte finns någon motpartslimit. Därför klassificerar vi denna repofacilitet som en stående facilitet. Därtill är den tillgänglig nära marknadens stängning, vilket innebär att det är möjligt för motparterna att på eget initiativ tillgå den i slutet av dagen.

⁴¹ För att vara behörig till detta måste de sökande vara finansiella institutioner med en regelbunden närvaro i kapitalmarknaderna antingen som marknadsaktörer eller genom att tillhandahålla infrastruktur som bidrar till stabilitet och effektivitet i det nyzeeländska finansiella systemet. Generellt sett ska institutioner ha ett kreditbetyg inom *investment grade*, det vill säga BBB- eller bättre. För att accepteras som motpart i valutaswaptransaktioner måste motparter också ha ett ISDA-avtal med RBNZ.

3.8.3 Säkerheter

Vi klassificerar RNBZ:s godkända säkerhetsmassa som smal eftersom endast säkerheter denominerade i nyzeeländska dollar accepteras för de penningpolitiska instrumenten som avser nyzeeländska dollar. För såväl den stående utlåningsfaciliteten som för marknadsoperationerna accepteras dock en förhållandevis vid krets av värdepapper.

3.9 Norge – Norges Bank (NB)

NB:s huvudsakliga styrränta är den så kallade styrningsrenten. Målet för NB:s penningpolitiska styrsystem är att stabilisera de kortaste marknadsräntorna nära styrningsrenten. NB använder ett kvotssystem med en korridorbredd om 200 räntepunkter för sitt styrsystem. NB kategoriserar explicit sitt styrsystem som ett kvotssystem.

3.9.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

NB erbjuder en stående inlåningsfacilitet och en stående utlåningsfacilitet. Inlåning upp till och med en tröskel som utgörs av bankernas individuella kvot uppbär styrningsrenten, medan inlåning utöver kvoten löper till den mindre förmånliga reservräntan. Kvoterna bestäms med utgångspunkt i den totala likviditetsställning som NB bedömer är lämplig.⁴² Reservräntan är satt 100 räntepunkter under styrningsrenten och utgör golvet för korridoren. Motparter kan låna obegränsade volymer över natten mot godkända säkerheter i den stående utlåningsfaciliteten. Denna facilitet är prissatt 100 räntepunkter över styrningsrenten och utgör taket i räntekorridoren.

Obegränsad, räntefri intradagskredit erbjuds inom ramen för betalningssystemet mot accepterade säkerheter.

Marknadsoperationer, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

NB genomför marknadsoperationer efter behov för att säkerställa att volymen av centralbanksreserver inte avviker från den eftersträlvade nivån. På grund av att mängden centralbanksreserver fluktuerar sker det relativt frekvent.

När NB dränerar likviditet i marknadsoperationer emitterar de certifikat (nor. F-innskudd) och när de tillför likviditet erbjuder de lån mot säkerhet (nor. F-lån). Löptiden och den erbjudna volymen är förutbestämd och sätts av NB. Tilldelningen

⁴² Bankerna delas in i tre grupper baserat på deras totala tillgångar. Alla banker inom respektive grupp får samma kvot. NB ser normalt över den totala kvotvolymen och fördelningen mellan banker två gånger per år.

och räntan sätts inom ramen för ett auktionsförfarande.⁴³ I auktionsförfaranden för F-innskudd måste räntan vara lika med, eller lägre än, den huvudsakliga styrräntan. För F-lån måste räntan vara lika med, eller högre än, den huvudsakliga styrräntan.

3.9.2 Motparter

NB har en penningpolitisk motpartsrets för alla sina instrument i kronor. Motpartsretsen klassificeras som smal eftersom endast norska banker, sparbanker och utländska bankers norska filialer är behöriga att bli motparter, givet att de aktivt deltar i betalnings- och kreditförmedling i Norge. Den 30 juni 2023 hade NB ungefär 115 motparter.

3.9.3 Säkerheter

NB accepterar en bred säkerhetsmassa. Givet att restriktioner om exempelvis kreditbetyg är uppfyllda, godtas räntebärande värdepapper från emittenter i såväl Norge som EU/EES-länder samt ytterligare nio länder. Säkerheterna ska vara denominerade i någon av elva godkända valutor.

Samma säkerhetsmassa gäller för all penningpolitisk utlåning samt för intradagskredit i betalningssystemet.

3.10 Polen – Narodowy Bank Polski (NBP)

NBP:s huvudsakliga styrränta är den så kallade referensräntan. Målet för NBP:s penningpolitiska styrsystem är att stabilisera Polonia-räntan nära referensräntan. Polonia, eller Polish Overnight Index Average, baseras på icke-säkerställda interbanktransaktioner med löptid över natten i polska zloty. NBP klassificerar inte sitt styrsystem som någon av de tre huvudtyper vi diskuterade i avsnitt 2, men vår bedömning är att det delar flest likheter med ett korridorssystem. Korridorbredden är för närvarande 100 räntepunkter. NBP tillämpar kassakrav för penningpolitiska motparter i syfte att öka stabiliteten i korta penningmarknadsräntor.⁴⁴

3.10.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

NBP ersätter centralbanksreserver upp till nivån för kassakravet med referensräntan. Centralbanksreserver utöver den nivån kan placeras i inlåningsfaciliteten med löptid över natten och uppbär då inlåningsräntan som är 50 räntepunkter under

⁴³ Tilldelningen sker enligt multiprismetoden.

⁴⁴ NBP använder sig av ett genomsnittligt kassakrav. Kassakravsnivån är 3,5 procent av kassakravsbasen.

referensräntan.⁴⁵ NBP erbjuder utlåning över natten mot godkända säkerheter i Lombardfaciliteten. Räntan på faciliteten, Lombardräntan, är 50 räntepunkter över referensräntan. Inlåningsräntan och Lombardräntan utgör golv respektive tak för styrsystemets räntekorridor.

Obegränsad räntefri intradagskredit erbjuds mot godkända säkerheter i betalningssystemet.

Marknadsoperationer, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

NBP:s huvudsakliga marknadsoperation syftar till att dränera banksystemet på likviditet. Det gör de genom att emittera egna certifikat, så kallade NBP-växlar (eng. NBP-bills) en gång per vecka. Växlarna har en löptid på sju dagar och erbjuds i begränsad volym till en fast ränta motsvarande referensräntan.

De regelbundna emissionerna av växlarna kompletteras med finjusterande operationer efter behov. Finjusterande transaktioner används vanligen till att absorbera likviditet och erbjuds antingen i form av likviditetsabsorberande repor eller genom ytterligare emissioner av växlar. Repotransaktionerna har vanligen en löptid mellan en och tre dagar och erbjuds till en ränta som motsvarar referensräntan.

3.10.2 Motparter

NBP har en motpartsrets för alla sina instrument i zloty. Banker är behöriga att bli penningpolitiska motparter. Således klassificerar vi NBP:s motpartsrets som smal. Den 30 juni 2023 hade NBP 47 motparter.

3.10.3 Säkerheter

NBP accepterar enligt vår klassificering en bred säkerhetsmassa vid kredit. Samtidigt noterar vi att den är förhållandevis smal med avseende på valuta. Accepterade säkerheter inkluderar värdepapper utgivna eller garanterade av polska staten, värdepapper emitterade av NBP samt kommunobligationer, säkerställda obligationer och företagsobligationer om de är utgivna i zloty och har en hög kreditvärdighet. Därutöver accepterar NBP statsobligationer i euro som säkerhet vid kredit. Intradagskredit i betalningssystemet erbjuds mot samma säkerhetsmassa.

3.11 Sverige – Sveriges riksbank (RB)

RB:s huvudsakliga styrränta heter just styrräntan. Målet för RB:s penningpolitiska styrsystem är att stabilisera korta marknadsräntor nära styrräntan. RB tillämpar ett

⁴⁵ Centralbanksreserver utöver de som hålls för att uppfylla kassakravet uppbär inte inlåningsräntan automatiskt utan det kräver ett aktivt val av motparten för att så ska ske. De centralbanksreserver som lämnas på kontot uppbär 0 % i ränta.

symmetriskt korridorsystem för att implementera penningpolitiken och klassificerar också uttryckligen sitt styrsystem som sådant. Korridorrens bredd är 20 räntepunkter.

3.11.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

RB erbjuder en stående inlåningsfacilitet och två stående utlåningsfaciliteter. I den stående inlåningsfaciliteten kan motparter placera en obegränsad mängd likviditet över natten till inlåningsräntan. Inlåningsräntan motsvarar styrräntan med ett avdrag om 10 räntepunkter och utgör golvet i styrsystemets räntekorridor. Utlåning över natten erbjuds i första hand genom den stående utlåningsfaciliteten. Utlåning i den faciliteten erbjuds utan begränsning mot högkvalitativa säkerheter, benämnd den primära säkerhetsmassan, till utlåningsräntan. Utlåningsräntan motsvarar styrräntan med ett tillägg om 10 räntepunkter och utgör taket i korridoren. I de fall motparter inte har tillräckligt med primära säkerheter för att täcka sina lånebehov ges de möjlighet att låna resterande del i den kompletterande likviditetsfaciliteten. I den kompletterande likviditetsfaciliteten kan motparter låna mot en bredare krets av säkerheter, benämnd sekundär säkerhetsmassa, till likviditetsfacilitetsräntan som motsvarar styrräntan med ett tillägg om 75 räntepunkter.

Obegränsad räntefri intradagskredit erbjuds mot accepterade säkerheter inom ramen för betalningssystemet.

Marknadsoperationer, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

RB genomför veckovisa marknadsoperationer för att balansera banksystemets likviditetsställning. Det medför att marknadsoperationerna erbjuds som likviditetstillförande när banksystemet har ett likviditetsunderskott och som likviditetsabsorberande när banksystemet har ett likviditetsöverskott. Under flera år har det sistnämnda varit fallet vilket innebär att RB använder marknadsoperationerna för att absorbera likviditet. Det gör RB genom att emittera riksbankscertifikat. Riksbankscertifikaten är överlåtbara värdepapper, så kallade växlar eller diskonteringspapper som löper till styrräntan. RB emitterar dem en gång per vecka i begränsad volym, vanligen motsvarande banksystemets likviditetsställning gentemot RB. Riksbankscertifikaten har vanligen en löptid om sju dagar.

3.11.2 Motparter

RB har en motpartsrets för det penningpolitiska styrsystemet. Endast aktörer som är kreditinstitut, med säte eller filial i Sverige, är behöriga att ansöka om att bli motpart. På grund av det klassificerar vi RB:s motpartsrets som smal. Utöver att vara kreditinstitut behöver en penningpolitisk motpart även uppfylla ett antal ytterligare krav, exempelvis att vara deltagare i det centrala betalningssystemet RIX samt att ha en god operativa förmåga. Den 30 juni 2023 hade RB 26 penningpolitiska motparter.

3.11.3 Säkerheter

RB differentierar de godtagbara säkerheterna mellan sina penningpolitiska instrument. Genomgående accepterar RB värdepapper denominerade i sju olika valutor.⁴⁶

Enligt vår klassificering är den så kallade primära säkerhetsmassan smal, medan den så kallade sekundära säkerhetsmassan är bred. I den primära säkerhetsmassan – som avkrävs de motparter som vill utnyttja den stående utlåningsfaciliteten eller i det fall de erbjuder, likviditetstillförande repor – ingår statsobligationer och centralbanksfordringar. I den sekundära säkerhetsmassan, som accepteras i den kompletterande likviditetsfaciliteten, ingår ett antal olika typer av värdepapper, däribland värdepapper utgivna av agencies, säkerställda obligationer och företagsobligationer.

Intradagskredit ges mot såväl den primära som den sekundära säkerhetsmassan.

3.12 Schweiz – Schweizerische Nationalbank / Banque Nationale Suisse / Banca Nazionale Svizzera (SNB)

SNB:s huvudsakliga styrränta benämns just så, SNB:s styrränta. Målet för SNB:s penningpolitiska styrsystem är att stabilisera korta säkerställda penningmarknadsräntor nära SNB:s styrränta.⁴⁷ Därutöver har SNB specificerat att den anser att Saron är den viktigaste säkerställda penningmarknadsräntan.⁴⁸

SNB klassificerar inte sitt penningpolitiska styrsystem som någon av de huvudtyper vi diskuterade i avsnitt 2. I officiella beskrivningar benämner SNB däremot styrsystemet som ett med skiktad hantering och dränering av centralbanksreserver (eng. reserve tiering and reserve absorption). På grund av det, och baserat på styrsystemets särdrag, är vår bedömning att det delar flest likheter med ett kvotsystem. SNB tillämpar kassakrav för banker, se nedan.

3.12.1 Instrument⁴⁹

Stående faciliteter, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

I linje med ett kvotsystem så tillämpar SNB en skiktad ersättning av inhemska bankers inlåning i centralbanken.⁵⁰ Inlåning upp till en viss tröskel, motsvarande ett justerat

⁴⁶ Godkända valutor är svenska kronor, amerikanska dollar, brittiska pund, danska kronor, euro, japanska yen och norska kronor.

⁴⁷ SNB:s penningpolitiska strategi framhåller, utöver nivån på kortsiktiga marknadsräntor, även växelkursen.

⁴⁸ Saron är Swiss Average Rate Overnight, en säkerställd referensränta.

⁴⁹ Notera att SNB kategoriserar sina instrument inom styrsystemet i tre kategorier: öppna marknadsoperationer, stående faciliteter samt ränta på inlåning. Vi klassificerar dock räntan på inlåningskonton som en stående facilitet, se inledningen till avsnitt 3.

⁵⁰ I detta sammanhang avser begreppet inhemska såväl Schweiz som furstendömet Lichtenstein.

mått på bankernas kassakrav multiplicerat med en faktor som SNB bestämmer, uppbär SNB:s styrränta.⁵¹ Inlåning utöver denna tröskel uppbär en lägre ränta, SNB:s styrränta med ett avdrag. Avdraget är för närvarande satt till 50 räntepunkter. Motparter som inte är inhemska banker, men har ett inlåningskonto, får den lägre räntan på hela sin kontobehållning.

SNB erbjuder utlåning över natten mot säkerhet via en utlåningsfacilitet som benämns likviditetsbristsfinansieringsfaciliteten. Utlåningen tillhandahålls via repotransaktioner och de säkerheter motparterna lämnar i pant måste uppgå till minst 110 procent av det lånade beloppet.⁵² Räntan för utlåning motsvarar SNB:s styrränta med ett tillägg om 50 räntepunkter. Därutöver erbjuder SNB utlåning utan en förutbestämd löptid genom sin Covid-19 refinansieringsfacilitet. Utlåningen sker mot säkerhet och till en ränta som motsvarar SNB:s styrränta.⁵³

Obegränsad räntefri intradagskredit erbjuds i form av repor mot accepterade säkerheter. I likhet med likviditetsbristsfinansieringsfaciliteten måste säkerheternas värde uppgå till åtminstone 110 procent av lånebeloppet.

Marknadsoperationer, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

SNB:s marknadsoperationer inkluderar likviditetsabsorberande repotransaktioner samt emissioner av egna värdepapper, så kallade SNB-växlar (eng. SNB bills). Syftet med emissionerna av SNB-växlar är att absorbera likviditet och marknadsoperationen erbjuds vanligen en gång per vecka. Växlarna har löptider mellan 28 och 336 dagar och emitteras genom auktionsförfarande i begränsade volymer. Auktionerna genomförs som anbudsförfaranden med rörlig ränta. De likviditetsabsorberande repotransaktionerna erbjuder SNB varje bankdag. Generellt sett följer reporna hur standardkontrakten ser ut i marknaden för repor i schweiziska franc. Löptiden kan variera mellan över natten och upp till flera månader, men är oftast en vecka. Räntan på transaktionerna är för närvarande SNB:s styrränta med ett avdrag på fem räntepunkter.⁵⁴

3.12.2 Motparter

Enligt vår definition har SNB en bred motpartskrets eftersom den sträcker sig bortom kreditinstitut. Inhemska banker har tillgång till alla penningpolitiska instrument och

⁵¹ Från och med 1 december 2023, uppbär inte inlåning upp till nivån för kassakravet minus innehav av kontanter någon ränta, det vill säga förräntas till nollränta. Inlåning över denna nivå men under tröskelvärdet fortsätter att förräntas till SNB:s styrränta.

⁵² Beloppet en motpart kan låna i faciliteten begränsas av en motpartsspecifiklimit. Limiten bestäms normalt sett för ett år i taget och sätts så att den inte är bindande annat än i extraordinära situationer. På grund av det klassificerar vi utlåningen som en facilitet och inte marknadsoperation.

⁵³ Faciliteten sattes upp som en temporär facilitet under Covid-19-pandemin, men är fortsatt aktiv per sommaren 2023.

⁵⁴ Räntan kan antingen vara fast under transaktionens löptid eller indexerad till SNB:s styrränta.

åtnjuter den differentierade räntesättningen på inlåning. Andra motparter har tillgång till alla instrument, men får inte den skiktade ersättningen. Dessa motparter kan exempelvis vara försäkringsbolag eller inhemska finansiella institutioner som inte är banker. SNB accepterar andra typer av aktörer än banker som motparter om de bedömer att det finns ett tydligt penningpolitiskt syfte med det och aktörerna i fråga anses bidra till likviditeten i repomarknaden i schweizerfranc. Därutöver måste aktörerna även uppfylla kraven för att öppna ett inlåningskonto i SNB.

SNB publicerar inte någon information om sina motparter. I SNB:s årsredovisning för 2022 angavs det dock att 73 marknadsaktörer hade tillgång till en limit i likviditetsbristfaciliteten. I slutet av 2022 var det dessutom så att det fanns 311 deltagare i betalningssystemet, vilket är en förutsättning för att delta i den schweiziska repomarknaden.

3.12.3 Säkerheter

Vi klassificerar den accepterade säkerhetsmassan i SNB:s likviditetsbristfacilitet, intradagsfacilitet och likviditetstillförande repor som bred. Accepterade säkerheter inkluderar, i sju olika valutor, exempelvis räntebärande värdepapper utgivna av centralbanker, offentlig sektor, internationella och överstatliga institutioner, multilaterala utvecklingsbanker och privata aktörer. Med vissa begränsningar accepteras även säkerställda obligationer och värdepapper utgivna av schweiziska bolånebanker och institutioner. Även om SNB accepterar ett stort urval av fordringar som säkerheter för kredit i Covid-19-refinansieringsfaciliteten så klassificerar vi den säkerhetsmassan som smal eftersom endast fordringar denominerade i schweiziska franc accepteras.

3.13 Storbritannien – Bank of England (BoE)

BoE:s huvudsakliga styrränta är den så kallade bank rate. Målet för BoE:s penningpolitiska styrsystem är att stabilisera korta marknadsräntor mellan stora aktörer (eng. wholesale) nära bank rate. BoE använder ett golvsystem för att implementera penningpolitiken, och refererar uttryckligen till sitt styrsystem som ett sådant. I tillägg till detta system, som är till för att implementera penningpolitiken, erbjuder BoE också ett system för likviditetsförsäkring (eng. liquidity insurance) i syfte att stötta sina finansiella stabilitetsmål. Dessa faciliteter är inte inkluderade i denna beskrivning.

3.13.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för alla penningpolitiska motparter

BoE betalar ränta på centralbanksreserver som hålls på så kallade konton för centralbanksreserver (eng. reserve accounts). Centralbanksreserver som hålls på dessa konton uppbär bank rate. Därutöver erbjuder BoE en separat inlåningsfacilitet

(eng. operational standing deposit facility) som är prissatt 25 räntepunkter lägre än bank rate. Denna riktas främst till motparter som inte har konton för centralbanksreserver. BoE erbjuder säkerställd utlåning över natten genom den stående utlåningsfaciliteten (eng. operational standing lending facility) till en ränta 25 räntepunkter över bank rate.

Obegränsad räntefri intradagskredit erbjuds i betalningssystemet mot säkerheter.

Marknadsoperationer, tillgängliga för en del penningpolitiska motparter

BoE erbjuder en likviditetstillförande marknadsoperation i penningpolitiskt syfte. Den erbjuds i form av kortfristiga repor. Auktionsförfaranden hålls varje vecka utan någon begränsning på den erbjudna volymen. Transaktionerna har löptid på en vecka och räntan motsvarar bank rate.

3.13.2 Motparter

Vi klassificerar BoE:s motparts-krets som bred eftersom den inkluderar banker, hypoteksföreningar (eng. building societies), mäklarfirmer (eng. broker-dealers), centrala motparter och internationella värdepapperscentraler. Tillgång till de olika penningpolitiska instrumenten och stabilitetsinstrumenten är dock differentierade mellan olika motpartstyper.

Alla ovan uppräknade institutioner är, förutsatt att de uppfyller ett antal krav såsom att vara medlem i det centrala betalningssystemet CHAPS, behöriga att använda BoE:s stående faciliteter inom ramen för styrsystemet.

Tillgången till marknadsoperationerna, det vill säga de kortfristiga likviditetstillförande reporna, är reserverat för banker, hypoteksföreningar och mäklarfirmer. Således är det endast dessa tre typer av motparter som är behöriga att använda alla instrument inom ramen för det penningpolitiska styrsystemet.

Den 22 juni 2023 hade BoE 218 motparter med tillgång till konton i centralbanken och till stående in- och utlåningsfaciliteter (eng. operational standing facilities), och 115 motparter med tillgång till marknadsoperationer.

3.13.3 Säkerheter

Vilken typ av säkerheter som krävs för att låna från BoE skiljer sig åt mellan instrumenten. För de instrument som BoE erbjuder i penningpolitiskt syfte och som vi har redogjort för i denna beskrivning accepterar BoE enligt vår klassificering en smal säkerhetsmassa.⁵⁵ Dessa säkerheter består av högkvalitativa säkerheter som handlar i

⁵⁵ En bredare säkerhetsmassa accepteras för den utlåning som erbjuds av finansiella stabilitetsskäl.

väldigt djupa marknader och som är utgivna av stater.⁵⁶ Dessa kallas för 'Nivå A säkerheter' (eng. 'Level A collateral').

3.14 USA – Federal Reserve System (Fed)

Feds huvudsakliga styrränta är ett målintervall för den så kallade federal funds-räntan. Federal funds-räntan är räntan på transaktioner där en begränsad grupp av marknadsaktörer, så kallade inlåningsinstitut (eng. depository institutions), handlar centralbanksreserver ("federal funds") med varandra över natten, utan att ställa säkerheter. Målet för Feds penningpolitiska styrsystem är att stabilisera federal funds-räntan inom målintervallet som för närvarande är 25 räntepunkter bredd. Fed klassificerar sitt styrsystem som ett golvsystem, men använder ofta begreppet regim med rikliga centralbanksreserver (eng. ample reserves regime) för att beskriva det. Räntorna på styrsystemets olika instrument annonseras som separata beslut.

3.14.1 Instrument

Stående faciliteter, tillgängliga för en del penningpolitiska motparter

Fed betalar ränta på kontobehållningar i centralbanken med räntan på centralbanksreserver (eng. interest on reserve balances, IORB). Denna ränta är för närvarande satt ungefär i mitten av målintervallet, 10 räntepunkter under intervallets övre gräns och 15 räntepunkter över dess undre gräns. IORB utgör det första golvet för korta marknadsräntor.

Utlåning över natten erbjuds mot godkända säkerheter genom det så kallade diskonteringsfönstrets (eng. discount window) primära kreditfacilitet (eng. primary credit).⁵⁷ Räntan på primär kredit (eng. primary credit rate) är för närvarande satt till toppen av målintervallet för federal funds-räntan och utgör ett teoretiskt tak för räntor i marknaden för federal funds.

Marknadsoperationer, tillgängliga för en del penningpolitiska motparter

Varje bankdag erbjuder Fed likviditetsabsorberande marknadsoperationer i form av repotransaktioner i den så kallade Overnight Reverse Repurchase Facility (ON RRP). I dessa transaktioner kan motparter byta likvida medel mot högkvalitativa säkerheter över natten. Marknadsoperationerna erbjuds i begränsad volym, med såväl individuella som sammantagna begränsningar.⁵⁸ Facilitetens ränta, ON RRP-räntan, är

⁵⁶ De värdepapper som avses är denominerade i pund, euro, amerikanska och kanadensiska dollar och utgivna av stater och centralbanker i Storbritannien, Kanada, Frankrike, Tyskland, Nederländerna och USA.

⁵⁷ Tre typer av kredit kan erbjudas genom det så kallade diskonteringsfönstret: primär, sekundär och säsongkredit. Det är endast primär kredit som är fritt tillgänglig på motpartens eget initiativ. Det finns dessutom restriktioner gällande användningen av sekundär och säsongkredit, som inte gäller för primär kredit. Primär kredit kan ha en löptid upp till 90 dagar.

⁵⁸ Transaktionerna genomförs mot amerikanska statsobligationer. Den sammanlagda begränsningen kommer av värdet på amerikanska statspapper i den så kallade System Open Market Account (SOMA), det

den maximala ränta till vilken Fed är villig att genomföra transaktioner, medan den faktiska räntan för motparterna bestäms genom ett auktionsförfarande. ON RRP-räntan är för närvarande 10 räntepunkter lägre än IORB. ON RRP-räntan utgör det lägre, mer solida golvet för korta marknadsräntor.

Utöver ON RRP erbjuder Fed även dagliga likviditetstillförande marknadsoperationer genom repotransaktioner. Dessa marknadsoperationer har en löptid över natten och erbjuds inom ramen för den stående repofaciliteten (eng. Standing Repo Facility, SRF). Dessa marknadsoperationer genomförs som ett auktionsförfarande och den totala erbjudna volymen är begränsad.⁵⁹ Facilitetens ränta, SRF-räntan, är den lägsta ränta vid vilken Fed är villig att genomföra transaktioner, och den faktiska räntan sätts baserat på de bud som kommer in i auktionen. SRF-räntan motsvarar för närvarande målintervallens övre gräns.

3.14.2 Motparter⁶⁰

Vi karakteriserar Fed:s motpartsrets för sitt penningpolitiska styrsystem som bred enligt vår definition. Motparterna kan tillhöra en eller flera av fyra möjliga motpartskategorier:

- inlåningsinstitut (eng. depository institutions)
- återförsäljare av amerikanska statspapper (eng. primary dealers)
- ON RRP-motparter
- SRF-motparter

Inlåningsinstitut är den enda motpartskategorin som, givet att de uppfyller vissa krav, kan hålla förräntade konton i Federal Reserve-systemet och kan få tillgång till diskonteringsfönstret. Dessa aktörer kan också ansöka om att bli och godkännas som motparter i SRF.

De som är återförsäljare i amerikanska statsobligationer har tillgång till såväl ON RRP och SRF.⁶¹ Den 30 juni 2023 var antalet återförsäljare 24.

vill säga Feds innehav av statspapper. Därutöver finns de limiter på motparts nivå som begränsar användningen av operationerna.

⁵⁹ Marknadsoperationen genomförs genom en så kallad multiprisauktion.

⁶⁰ Federal Reserve-systemet använder generellt begreppet "motpart" för att referera till motparter i dess marknadsoperationer, det vill säga att motparter med tillgång endast till förräntade konton i centralbanken eller utlåning genom diskonteringsfönstret inte inkluderas i begreppet. I linje med hur de flesta centralbanker i vårt urval refererar till sina motparter betraktar vi alla marknadsaktörer som kan göra transaktioner med Fed som dess penningpolitiska motparter.

⁶¹ För att kunna vara återförsäljare/marknadsgarant (eng. primary dealer) måste aktören antingen vara en federalt eller delstatligt auktoriserad bank eller sparbank (eller federal eller delstatligt licensierad filial eller agent för en utländsk bank), eller en mäklarfirma. Därtill måste de uppfylla ett antal krav, inklusive att de förväntas delta konsekvent, och på marknadsmässiga villkor, i öppna marknadsoperationer samt att de förväntas upprätthålla en viss aktivitet i flertalet marknader.

Utöver återförsäljare kan exempelvis andra federalt eller delstatligt auktoriserade banker (eller federalt eller delstatligt licensierade filialer eller agenter för utländska banker) ansöka om att bli motparter i SRF, givet att de uppfyller vissa storlekskrav och krav om deltagande i repomarknaden. Det fanns 18 SRF-motparter den 30 juni 2023.

Potentiella ON RRP-motparter inkluderar utöver återförsäljare, andra federalt eller delstatligt auktoriserade banker eller sparbanker, statligt sponsrade företag (eng. government-sponsored enterprises) samt vissa penningmarknadsfonder. Den 30 juni 2023 hade Fed omkring 140 ON RRP-motparter.

3.14.3 Säkerheter

Vilka säkerheter Fed accepterar vid utlåning varierar med instrumentet. I det så kallade diskonteringsfönstret accepterar Fed en bred säkerhetsmassa, exempelvis amerikanska statsobligationer, så kallade agency-obligationer, utländska statsgaranterade värdepapper i tio olika valutor, företagsobligationer, värdepapperiseringar (eng. asset-backed securities) samt annan säkerställd skuld och låneportföljer. I SRF är den accepterade säkerhetsmassan smalare. I SRF godtas endast amerikanska statsobligationer, skuldinstrument från så kallade agencies samt bostadsobligationer från så kallade agencies. Samtliga av dessa värdepapper måste vara denominerade i amerikanska dollar.

4 Skillnader och likheter mellan olika centralbankers styrsystem

Baserat på genomgången i föregående avsnitt kan vi dra ett antal slutsatser om skillnader och likheter mellan de olika centralbankernas styrsystem. Detta avsnitt redogör för dessa utifrån fem olika parametrar, styrsystemets operationella mål, styrsystemets klassificering (korridorsystem, golvsystem eller kvotsystem) samt styrsystemets tre beståndsdelar – instrument, motparter och säkerheter.

4.1 Operationellt mål för styrsystemet

De operationella målen för centralbankernas styrsystem kan konstateras vara likartade i den meningen att alla centralbanker avser att styra penningmarknadsräntor i någon form. En handfull av centralbankerna pekar ut en specifik ränta som de avser att styra, eller som de anser viktigast, medan andra uttrycker sig mer generellt, med mål om att stabilisera korta marknadsräntor i största allmänhet.⁶² Huvuddragen i respektive centralbanks operationella mål sammanfattas i Tabell 1 nedan.

⁶² Bland de centralbanker som pekar ut en specifik ränta, så varierar det också huruvida denna ränta är säkerställd eller icke-säkerställd.

Noterbart är att den Europeiska centralbanken och Česká národní banka är de enda av de fjorton centralbankerna som inte har ett officiellt uttalat operationellt mål för sina styrsystem. Av deras agerande framgår det dock tydligt att de, precis som övriga centralbanker, avser att styra korta penningmarknadsräntor med sina styrsystem. Gemensamt för de övriga centralbankerna, med undantag för Danmark, är att målnivån för de räntor som de avser styra är tydlig, och densamma som den huvudsakliga styrräntan.⁶³ Ingen av centralbankerna kommunicerar ett acceptansintervall för avvikelser från detta mål.

Att som centralbank vara tydlig med vilken eller vilka marknadsräntor som den bedömer vara viktigast att styra kan bidra till en tydligare och mer förutsägbar penningpolitik. Därtill kan det skapa bättre förutsättningar för att utvärdera den förda penningpolitiken, av såväl centralbanken själv som av allmänheten. Huruvida en specifik ränta pekas ut av centralbanken eller inte bör samtidigt inte tillmätas oproportionerligt stor betydelse. Eftersom penningmarknadsräntor med kort löptid vanligen samvarierar borde inte heller transmissionen av penningpolitiken påverkas signifikant.

Tabell 1. Huvuddrag i de operationella målen för penningpolitiska styrsystem

Centralbank	Löptid	Typ av ränta	Mellan aktörer
RBA	O/N	Baserad på icke-säkerställda transaktioner	Specificerat
BoC	O/N	Baserad på säkerställda transaktioner	Specificerat
CNB		<i>Inget officiellt uttalat operationellt mål</i>	
DN	Korta	Penningmarknad	Ospecificerat
ECB		<i>Inget officiellt uttalat operationellt mål</i>	
MNB	Korta	Marknadsräntor	Ospecificerat
SI	Korta	Marknadsräntor	Specificerat
RBNZ	Korta	Marknadsräntor	Ospecificerat
NB	Korta	Marknadsräntor	Ospecificerat
NBP	O/N	Baserad på icke-säkerställda transaktioner	Specificerat
RB	Korta	Marknadsräntor	Ospecificerat
SNB	O/N	Baserad på säkerställda transaktioner	Specificerat
BoE	Korta	Marknadsräntor	Ospecificerat

⁶³ Notera att Federal Reserve kommunicerar ett målintervall medan övriga har ett punktestimat, nivån för den huvudsakliga styrräntan.

Centralbank	Löptid	Typ av ränta	Mellan aktörer
Fed	O/N	Baserad på icke-säkerställda transaktioner	Specificerat

Anm. Med "Mellan aktörer" avses om centralbankens operationella mål specificerar mellan vilka typer av aktörer som den aktuella räntan ska utvärderas.

4.2 Huvudkategorier av styrsystem

Genomgången av centralbankernas styrsystem visar att alla tre huvudkategorier av styrsystem som vi diskuterade i avsnitt 2 – korridorsystem, golvsystem och kvotsystem – finns representerade bland de centralbanker som vi studerar. Samtidigt kan det konstateras att det endast är omkring hälften av centralbankerna som uttryckligen karakteriserar sina system som någon av de tre huvudtyperna. Tabell 2 nedan redovisar vilken typ av styrsystem centralbankerna i vårt urval använder. I de fall centralbanken inte själv kategoriserar sitt styrsystem, framgår den kategorisering som vi finner mest lämplig för att beskriva huvuddragen i respektive styrsystem.

Att samtliga kategorier av styrsystem finns representerade, samt att det är relativt vanligt att centralbankerna inte officiellt kategoriserar sitt styrsystem, befäster bilden av att det inte finns någon universallösning för att utforma styrsystem. Skillnaderna mellan centralbankerna, och då särskilt hur de har utformat instrument, motpartkrets och regler för säkerheter, kan ofta hänföras till skillnader i mål, mandat eller andra lokala förhållanden. Skillnader i vilken kategori av styrsystem som tillämpas påverkas utöver detta även av andra hänsynstaganden som ofta kan ha en mer ideologisk karaktär. Flera centralbanker med golvsystem, däribland Federal Reserve och Bank of England, uttrycker exempelvis att de genom att skapa ett överskott på likviditet även vill underlätta för banker att uppfylla sina regulatoriska likviditetskrav för att på så sätt förebygga finansiella stabilitetsproblem.⁶⁴ Samtidigt framhåller flera av de centralbanker som tillämpar korridorsystem eller kvotsystem, exempelvis Sveriges riksbank och Norges Bank, att de vill uppmuntra banker att söka marknadslösningar för sin likviditetshantering.⁶⁵

⁶⁴ Se exempelvis Bank of England (2018).

⁶⁵ Se exempelvis Norges Bank (2014) samt Sveriges Riksbank (2022)

Tabell 2. Kategorisering av penningpolitiska styrsystem

Centralbank	Centralbankens kategorisering	Författarnas kategorisering
RBA	Golv	
BoC	Golv	
CNB		Korridor
DN	Korridor	
ECB		Golv
MNB		Korridor
SI	Korridor	
RBNZ	Golv	
NB	Kvot	
NBP		Korridor
RB	Korridor	
SNB		Kvot ¹
BoE	Golv	
Fed	Golv ²	

Anm. 1: Den officiella benämningen som SNB använder för sitt styrsystem är skiktad hantering och dränering av centralbanksreserver (eng. reserve tiering and reserve absorption). 2: Fed använder ofta begreppet regim med rikliga centralbanksreserver (eng. ample reserves regime) för att beskriva sitt golvsystem. Den officiella benämningen är dock golvsystem.

4.3 Instrument

Gemensamt för samtliga centralbanker i vårt urval är att de erbjuder någon form av räntebärande stående inlåningsfacilitet där antingen hela, eller delar av den penningpolitiska motpartskretsen kan placera en obegränsad mängd likviditet över natten.⁶⁶ I de fall inte alla motparter har tillgång till inlåningsfaciliteten görs vanligen åtskillnaden baserat på vilka motparter som omfattas av kassakrav eller är direktdeltagare i betalningssystemet, se tabell 5. De som träffas av kassakrav, eller är direktdeltagare, är de motparter som vanligen har tillgång till inlåningsfaciliteten. I praktiken är detta ofta att likställa med de motparter som är kreditinstitut. Reserve Bank of New Zealand och Bank of England sticker ut i den bemärkelsen att de erbjuder två stående inlåningsfaciliteter som vänder sig till två olika motpartskategorier. Det innebär att dessa två centralbanker gör det möjligt för fler än

⁶⁶ Vissa centralbanker benämner dock inte sina räntebärande konton i centralbanken som en stående facilitet, se inledningen till avsnitt 3.

en kategori av aktörer att placera i centralbanken utan begräsning, men att det sker till olika räntor.

De centralbanker som tillämpar korridorsystem eller kvotsystem tillämpar vanligen en räntesättning på sin inlåningsfacilitet som motsvarar den huvudsakliga styrräntan efter ett avdrag med mellan 10 och 100 räntepunkter. De centralbanker som tillämpar golvsystem likställer istället ofta räntan på inlåningsfaciliteten med den huvudsakliga styrräntan alternativt tillämpar ett mindre avdrag om exempelvis 10 räntepunkter.

Det finns några centralbanker som erbjuder ytterligare likviditetsabsorberande instrument som benämns som faciliteter, men som enligt vår definition är att betrakta som regelbundna marknadsoperationer snarare än stående faciliteter. I de allra flesta fallen beror det på att dessa instrument är behäftade med begränsningar som gör att motparterna inte kan placera en obegränsad mängd likviditet vid slutet av dagen, och inte heller till förutbestämda villkor. Ett exempel på det är Federal Reserves Overnight Reverse Repo Facility som har en övre begränsning för hur stor volym respektive motpart får placera i instrumentet på daglig basis. Därtill genomförs inte heller dessa transaktioner vid slutet av dagen.

Med ett undantag erbjuder även alla centralbanker någon form av utlåningsfacilitet över natten. Precis som för inlåningsfaciliteterna finns det de centralbanker som erbjuder utlåningsfaciliteten till en begränsad del av sin motpartsrets. I de fall detta sker är det vanligen utifrån samma differentieringsprincip som gäller för inlåningsfaciliteten. I vissa fall erbjuder centralbankerna utlåningen genom repotransaktioner men i de allra flesta fallen genom en kredit mot säkerhet. Även gällande utlåning så förekommer det att centralbanker benämner instrument som faciliteter, men att vi klassificerar dessa som regelbundna marknadsoperationer. Detta eftersom de är behäftade med betydande begränsningar. Enligt vår klassificering erbjuder endast två centralbanker mer än en stående utlåningsfacilitet, Sveriges riksbank och den Schweiziska nationalbanken. Vidare så sticker Danmarks Nationalbank ut genom att vara den enda centralbanken som inte tillhandahåller någon stående utlåningsfacilitet. Istället erbjuder de en veckovis likviditetstillförande marknadsoperation med full tilldelning.

De centralbanker som tillämpar korridorsystem eller kvotsystem har vanligen en räntesättning på sina utlåningsfaciliteter som motsvarar den huvudsakliga styrräntan med ett tillägg om mellan 10 och 100 räntepunkter. Centralbanker som har ett golvsystem tillämpar vanligen ett tillägg om 25 räntepunkter. Seðlabanki Íslands står ut med en räntesättning som motsvarar den huvudsakliga styrräntan efter ett tillägg om 175 räntepunkter.

Tabell 3 nedan sammanfattar information om centralbankernas stående in- och utlåningsfaciliteter samt vilken ränta centralbanker med kvotsystem eller kassakrav tillämpar för den delmängden av inlåning.

Tabell 3. Stående faciliteter i det penningpolitiska storsystemet

Centralbank	Ränta på kassakrav eller kvot (form av krav)	Stående inlåningsfaciliteter Antal / ränta (löptid om annan än O/N)	Stående utlåningsfaciliteter Antal / ränta (löptid om annan än O/N)
RBA	Huvudsaklig styrränta minus 10 räntepunkter (kassakrav)	1 / Huvudsaklig styrränta minus 10 räntepunkter	1 / Huvudsaklig styrränta plus 25 räntepunkter
BoC	n/a	1 / Huvudsaklig styrränta	1 / Huvudsaklig styrränta plus 25 räntepunkter
CNB	Huvudsaklig styrränta ¹ (kassakrav)	1 / Huvudsaklig styrränta minus 100 räntepunkter	1 / Huvudsaklig styrränta plus 100 räntepunkter
DN	n/a	1 / Huvudsaklig styrränta	
ECB	Inlåningsfacilitetsräntan ² (kassakrav)	1 / Inlåningsfacilitetsräntan	1 / Marginalutlåningsfacilitetsräntan (f.n. 75 räntepunkter över inlåningsfacilitetsräntan)
MNB	Huvudsaklig styrränta (kassakrav)	1 / Huvudsaklig styrränta minus 100 räntepunkter	1 / Huvudsaklig styrränta plus 100 räntepunkter
SI	Räntefritt (kassakrav) ³	1 / Huvudsaklig styrränta minus 25 räntepunkter	1 / Huvudsaklig styrränta plus 175 räntepunkter
RBNZ	n/a	2 ⁴ / Huvudsaklig styrränta / Huvudsaklig styrränta minus 10 räntepunkter (O/N, T/N, T/W)	1 / Huvudsaklig styrränta plus 25 räntepunkter
NB	Huvudsaklig styrränta (kvot)	1 / Huvudsaklig styrränta minus 100 räntepunkter	1 / Huvudsaklig styrränta plus 100 räntepunkter
NBP	Huvudsaklig styrränta (kassakrav)	1 / Huvudsaklig styrränta minus 50 räntepunkter	1 / Huvudsaklig styrränta plus 50 räntepunkter
RB	n/a	1 / Huvudsaklig styrränta minus 10 räntepunkter	2 ⁵ / Huvudsaklig styrränta plus 10 räntepunkter / Huvudsaklig styrränta plus 75 räntepunkter
SNB	Huvudsaklig styrränta (kvot och kassakrav) ⁶	1 / (F.n.) Huvudsaklig styrränta minus 50 räntepunkter	2 ⁷ / (F.n.) Huvudsaklig styrränta plus 50 räntepunkter / Huvudsaklig styrränta (utan löptid)
BoE	n/a	2 ⁸ / Huvudsaklig styrränta / Huvudsaklig styrränta minus 25 räntepunkter	1 / Huvudsaklig styrränta plus 25 räntepunkter
Fed	n/a	1 / Räntan för centralbanksreserver (f.n. 10 räntepunkter under taket och 15 räntepunkter över golvet i målintervallet)	1 / Räntan för primärkredit (f.n. i nivå med taket i det huvudsakliga målintervallet)

Anm. 1: Från 5 oktober 2023 är räntan på kassakravsmedel 0 %. 2: Från 20 september 2023 är räntan på kassakravsmedel 0 %. 3: Kassakraven har inte ett penningpolitiskt syfte. 4 & 8: Inlåningsfaciliteterna erbjuds till två olika kategorier av aktörer. 5 & 7: Utlåningsfaciliteterna har olika säkerhetskrav. 6: Från 1 december 2023 är räntan på kassakravsmedel 0 %.

Det är betydligt större variation centralbankerna emellan avseende de regelbundna marknadsoperationerna än de stående faciliteterna. För marknadsoperationer finns det å andra sidan en tydligare koppling mellan de marknadsoperationer centralbankerna erbjuder och vilken huvudtyp av styrsystem som de tillämpar.

Centralbanker med en ambition om att antingen balansera likviditetställningen i banksystemet eller att begränsa likviditetsöverskottet, vilket är vanligt i korridorsystem och kvotsystem, erbjuder vanligen emissioner av korta värdepapper, bunden inlåning eller längre likviditetsabsorberande repor. Om likviditetsställningen är i någorlunda strukturell balans, och centralbankens arbete därför handlar mer om att parera tillfälliga svängningar i likviditetsställningen, tenderar centralbankerna att erbjuda såväl likviditetstillförande som likviditetsabsorberande marknadsoperationer. Centralbanker som har stora likviditetsöverskott, men som samtidigt tillämpar korridorsystem eller kvotsystem, tenderar däremot att endast genomföra likviditetsabsorberande marknadsoperationer. Ju större fluktuationer i likviditetsställningen, desto större behov av att regelbundet genomföra marknadsoperationer åt båda håll.

Länder med golvsystem eller de facto golvsystem erbjuder vanligen likviditetstillförande marknadsoperationer med generösa villkor för att säkerställa att banksystemet har ett överskott på likviditet.⁶⁷ Sådana marknadsoperationer tar vanligen formen av likviditetstillförande repor. De centralbanker som tillämpar golvsystem använder sig vanligen även av värdepappersköp för att säkerställa en god tillgång på likviditet. Dessa marknadsoperationer redogörs dock inte för i denna artikel, i enlighet med den avgränsning som framgår av inledningen till avsnitt 3. Ett antal centralbanker som tillämpar golvsystem erbjuder också en likviditetsabsorberande marknadsoperation. Dessa marknadsoperationer sträcker sig vanligen till en bredare krets av aktörer än de som har tillgång till centralbankens stående inlåningsfacilitet och syftar till att etablera ett sekundärt golv för korta marknadsräntor. Anledningen till det är att centralbankerna vill undvika det som brukar kallas för ett läckande golv (eng. leaky floor), nämligen att penningmarknadsräntor för en bredare krets av aktörer stabiliseras under räntan för den stående inlåningsfaciliteten.

Tabell 4 nedan sammanfattar information om de olika marknadsoperationer centralbankerna regelbundet använder. Utifrån sammanställningen kan det konstateras att marknadsoperationerna vanligen erbjuds dagligen, eller en gång per vecka. Vidare tenderar deras löptid att variera mellan en dag och en månad. Det är vanligt att centralbankerna erbjuder marknadsoperationer till den huvudsakliga styrräntan. I de fall där räntan inte motsvarar denna, utgör den vanligtvis taket för räntan i likviditetsabsorberande marknadsoperationer respektive golvet för räntan i likviditetstillförande marknadsoperationer.

⁶⁷ Med de facto golvsystem menar vi styrsystem som uppvisar tydliga drag av golvsystem utan att centralbankerna ifråga själva använder begreppet avseende sina respektive styrsystem, se avsnitt 4.2.

Tabell 4. Frekvent använda marknadsoperationer i det penningpolitiska styrsystemet

Centralbank	Likviditetsabsorberande		Likviditetstillförande	
	Antal (frekvens) tillvägagångsätt	(Löptid) ränta	Antal (frekvens) tillvägagångsätt	(Löptid) ränta
RBA			2 (veckovis) repotransaktioner (dagligen) repotransaktioner	(28 dagar) Räntan fastställs via auktionsförfarande. Den nedre gränsen motsvarar räntan för OIS:er med samma löptid plus ett tillägg, f.n. motsvarande 5 räntepunkter. (utan löptidsbegränsning) Den huvudsakliga styrräntan efter ett tillägg om 10 räntepunkter
BoC	1 (dagligen) repotransaktioner	(O/N) Räntan motsvarar den huvudsakliga styrräntan.	2 ¹ (dagligen) repotransaktioner	(O/N) Räntan fastställs via auktionsförfarande. Den nedre gränsen motsvarar den huvudsakliga styrräntan. (O/N) Räntan motsvarar den huvudsakliga styrräntan.
CNB	1 (tre gånger per vecka) repotransaktioner	(14 dagar) Räntan fastställs via auktionsförfarande. Den övre gränsen motsvarar den huvudsakliga styrräntan	1 (veckovis) repotransaktioner	(14 dagar) För banker motsvarar räntan den huvudsakliga styrräntan efter ett tillägg om 10 räntepunkter. För övriga motparter motsvarar räntan styrräntan efter ett tillägg om 20 räntepunkter.
DN	1 (veckovis) emission av centralbanksväxlar	(7 dagar) Räntan motsvarar den huvudsakliga styrräntan.	1 (veckovis) bunden utlåning	(7 dagar) Räntan motsvarar den huvudsakliga styrräntan efter ett tillägg om 15 räntepunkter.
ECB			2 (veckovis) repotransaktioner (månadsvis) repotransaktioner	(7 dagar) Räntan för huvudsaklig refinansiering. Motsvarar (f.n.) en nivå 50 räntepunkter över räntan för inlåningsfaciliteten. (3 månader) Räntan motsvarar den genomsnittliga räntan för huvudsaklig refinansiering (se ovan).
MNB	3 (veckovis) emission av centralbanksväxlar (månadsvis) bunden inlåning (dagligen) valutaswappar (EUR/HUF)	(7 dagar) Räntan motsvarar den huvudsakliga styrräntan. (1 månad) ² Rörlig ränta motsvarande den huvudsakliga styrräntan plus ett tillägg om f.n. 0 räntepunkter. (T/N) MNB fastställer en övre gräns för accepterade bud.		
SI	1 (veckovis) bunden inlåning	(7 dagar) Räntan motsvarar den huvudsakliga styrräntan.		

Anm. 1: Vi har klassificerat BoC stående likviditetstillförande repofacilitet med löptid över natten som en regelbunden marknadsoperation istället för stående facilitet eftersom den är behäftad med motpartslimit. 2: MNB förbehåller sig rätten att erbjuda bunden inlåning med en löptid på upp till 6 månader. Vanligen erbjuds den dock med en månads löptid.

Centralbank	Likviditetsabsorberande		Likviditetstillförande	
	Antal (frekvens) tillvägagångssätt	(Löptid) ränta	Antal (frekvens) tillvägagångssätt	(Löptid) ränta
RBNZ	2 (två gånger per vecka) ³ emission av centralbanksväxlar (dagligen/ vid behov) valutaswappar	(7 respektive 28 dagar) Räntan fastställs via auktionsförfarande. Den övre gränsen ges av den huvudsakliga styrräntan, alt. marknadsprissättning, vid längre löptid (1 dag – 6 månader) Räntan motsvarar som högst den huvudsakliga styrräntan	1 (dagligen/ vid behov) valutaswappar	(1 dag – 6 månader) Räntan motsvarar som lägst den huvudsakliga styrräntan.
NB	1 (vid behov) bunden inlåning	(1 dag – icke specificerat) ⁴ Räntan fastställs via auktionsförfarande. Den övre gränsen motsvarar den huvudsakliga styrräntan.	1 (vid behov) bunden utlåning	(1 dag – icke specificerat) ⁵ Räntan fastställs via auktionsförfarande. Den nedre gränsen motsvarar nivån för den huvudsakliga styrräntan.
NBP	2 (veckovis) emission av centralbanksväxlar (NBP växlar) (vid behov) repotransaktioner	(7 dagar) Räntan motsvarar den huvudsakliga styrräntan (1-3 dagar) ⁶ Räntan motsvarar den huvudsakliga styrräntan		
RB	1 (veckovis) emission av centralbanksväxlar (Riksbankscertifikat)	(7 dagar) Räntan motsvarar den huvudsakliga styrräntan		
SNB	2 (veckovis) emission av centralbanksväxlar (SNB växlar) (dagligen) repotransaktioner	(28-336 dagar) Räntan fastställs via auktionsförfarande (7 dagar) ⁷ Räntan motsvarar (f.n.) den huvudsakliga styrräntan efter ett avdrag om 5 räntepunkter		
BoE			1 (veckovis) repotransaktioner	(7 dagar) Räntan motsvarar den huvudsakliga styrräntan
Fed	1 (dagligen) repotransaktioner	(O/N) Räntan fastställs via auktionsförfarande. Den övre gränsen (ON RRP-räntan) motsvarar (f.n.) en nivå 20 räntepunkter under golvet för det huvudsakliga målintervallet.	1 (dagligen) repotransaktioner	(O/N) Räntan fastställs via auktionsförfarande. Den nedre gränsen (SRF-räntan) motsvarar (f.n.) nivån för taket i det huvudsakliga målintervallet.

Anm. 3: RBNZ erbjuder sig att emittera centralbanksväxlar två gånger per vecka, vid vardera tillfället erbjuds löptider på 7 respektive 28 dagar. 4 & 5: Norges Bank specificerar ingen övre gräns för löptider som de kan komma att erbjuda F-innskudd och F-lån till. 6: Repotransaktionerna har vanligen en löptid mellan 1 och 3 dagar men kan ha längre löptid. 7: Enligt villkoren kan löptiden för repotransaktionerna variera mellan en dag upp till flera månader. Sedan september 2022 har den erbjudna löptiden dock alltid motsvarat en vecka.

4.4 Motparter

Liksom att det finns betydande skillnader mellan de instrument som centralbankerna tillämpar finns det också betydande skillnader mellan centralbankernas motparter. Därtill varierar det i vilken utsträckning som centralbankerna publicerar information om vilka aktörer som är deras motparter. Vissa centralbanker publicerar inte ens information om hur många motparter de har, medan andra centralbanker tillgängliggör listor på exakt vilka motparter som de har.

I denna artikel definierar vi motparter som smal när endast kreditinstitut, såsom banker, bolåneinstitut och liknande, kan bli motparter. I hälften av länderna tillämpas en sådan smal motparter för samtliga instrument. I övriga länder sträcker sig motparter bortom kreditinstitut. Bland dessa ytterligare aktörer återfinns exempelvis centrala motparter, försäkringsbolag och penningmarknadsfonder.

Det kan konstateras att samtliga centralbanker med bred motparter tillämpar en differentierad tillgång till instrumenten i sina styrsystem. Det kan röra sig om att vissa motparter, vanligen icke-kreditinstitut, endast har tillgång till vissa specifika instrument, medan andra har tillgång till alla instrument, eller att vissa instrument endast är tillgängliga för vissa typer av motparter. Vanligen görs en åtskillnad mellan de motparter som omfattas av kassakrav eller är direktdeltagare i betalningssystemet, och de som inte omfattas av dessa krav eller är direktdeltagare. Det förekommer också att olika motparter har tillgång till instrumenten på olika villkor, exempelvis vad gäller räntesättningen eller godkända säkerheter.

Det kan även konstateras att flera centralbanker på senare år har reviderat sin motparter på ett sätt som gör att den sträcker sig bortom kreditinstitut.⁶⁸ Tabell 5 nedan sammanfattar information om centralbankernas motparter i det penningpolitiska styrsystemet.

⁶⁸ Ett exempel på detta är Česká národní banka som från och med maj 2020 utsträckte tillgången till vissa marknadsoperationer till aktörer bortom kreditinstitut. Även Federal Reserve utökade noterbart sin motparter när ON RRP-faciliteten infördes 2015 efter att tester inletts under 2013.

Tabell 5. Motpartskrets i det penningpolitiska styrsystemet

Centralbank	Smal/Bred motpartskrets	Differentierad tillgång till instrument	
RBA	Bred	Ja	Endast direktdeltagare i betalningssystemet (RITS) har tillgång till stående faciliteter.
BoC	Bred	Ja	Endast direktdeltagare i betalningssystemet (Lynx) har tillgång till stående faciliteter. Endast återförsäljare av kanadensiska statsobligationer (eng. primary dealers) har tillgång till marknadsoperationer.
CNB	Bred	Ja	Endast motparter som omfattas av kassakrav har tillgång till stående faciliteter och likviditetsabsorberande marknadsoperationer. Dessa motparter möter även förmånligare villkor (ränta och säkerhetsmassa) än andra aktörer i likviditetstillförande marknadsoperationer.
DN	Smal	Nej	
ECB	Smal	Nej	
MNB	Smal	Nej	
SI	Smal	Nej	
RBNZ	Bred	Ja	Direktdeltagare i betalningssystemet (ESAS) möter förmånligare villkor (ränta) för inlåning O/N.
NB	Smal	Nej	
NBP	Smal	Nej	
RB	Smal	Nej	
SNB	Bred	Ja	Motparter som omfattas av kassakrav möter förmånligare villkor (ränta) för inlåning O/N.
BoE	Bred	Ja	Endast banker, bolåneinstitut och mäklarfirmer har tillgång till marknadsoperationer.
Fed	Bred	Ja	Inlåningsinstitut (eng. depository institutions) möter förmånligare villkor för in- och utlåning O/N. Återförsäljare av amerikanska statspapper (om de inte också är inlåningsinstitut), statligt sponsrade företag och penningmarknadsfonder har inte tillgång till kontoinlåning eller utlåning via diskonteringsfönstret, utan endast till (samtliga eller vissa) marknadsoperationer.

Anm. Aktörer måste vanligen uppfylla en rad olika krav för att få tillgång till en centralbanks instrument inom ramen för styrsystemet. Det skiljer därför vanligtvis mer mellan aktörer än vad som specificeras i den fjärde kolumnen av tabellen. Tabellen syftar inte till att redogöra för dessa krav i detalj utan att ge en överblick av huvuddragen i utformningen av centralbankernas motpartskrets.

4.5 Säkerheter

Även gällande styrsystemets tredje beståndsdel, de accepterade säkerheterna, finns det betydande skillnader, men även likheter, mellan de centralbanker som vi studerar. Samtliga centralbanker kräver säkerheter från sina motparter vid utlåning. Det är också vanligt att centralbankerna tillämpar samma krav på säkerheterna för utlåning i stående faciliteter som för utlåning i marknadsoperationer. I de fall som kraven skiljer sig åt är kraven för marknadsoperationerna i samtliga fall striktare.

Huruvida centralbankerna enligt vår definition godtar en smal eller en bred säkerhetsmassa skiljer sig däremot åt. I omkring hälften av fallen krävs en smal säkerhetsmassa. Det är vanligtvis krav om att säkerheterna ska vara denominerade i den inhemska valutan som gör att vi klassificerar den som smal. Det förekommer dock att centralbanker endast ger kredit mot statsobligationer eller motsvarande skuldförbindelser, vilket också leder till att vi klassificerar säkerhetsmassan som smal. Det är däremot endast Bank of England och Sveriges riksbank som ställer krav om att säkerheterna ska bestå av statsobligationer, utan att samtidigt ställa krav om att de ska vara denominerade i den egna valutan. Vidare är Sveriges riksbank unik i att för samma motparts-krets och med endast en ränteskillnad som övrig villkorsskillnad, ha faciliteter som kräver olika säkerheter.⁶⁹ Tabell 6 nedan sammanfattar information om de säkerheter som centralbankerna kräver för utlåning i stående faciliteter respektive marknadsoperationer.

⁶⁹ Det är dock mycket vanligt att centralbanker tillämpar olika värderingsavdrag för olika typer av säkerheter. Dessa brukar exempelvis baseras på kreditvärdighet eller marknadslikviditet. Den Schweiziska nationalbankens utlåningsfaciliteter skiljer sig åt genom formen för utlåning, där utlåning genom likviditetsbristsfinansieringsfaciliteten tillhandahålls via repor.

Tabell 6. Säkerhetskrav för utlåning i det penningpolitiska styrsystemet

Centralbank	Stående faciliteter	Likviditetstillförande marknadsoperationer
RBA	Smal säkerhetsmassa, endast egna valutan	Smal säkerhetsmassa, endast egna valutan
BoC	Bred säkerhetsmassa	Smal säkerhetsmassa, endast egna valutan och statsobligationer
CNB	Smal säkerhetsmassa, endast egna valutan	Smal säkerhetsmassa, endast egna valutan
DN	n/a	Bred säkerhetsmassa
ECB	Bred säkerhetsmassa	Bred säkerhetsmassa
MNB	Bred säkerhetsmassa	Bred säkerhetsmassa
RBNZ	Smal säkerhetsmassa, endast egna valutan	Smal säkerhetsmassa, endast egna valutan
NB	Bred säkerhetsmassa	Bred säkerhetsmassa
NBP	Bred säkerhetsmassa	Bred säkerhetsmassa
SI	Smal säkerhetsmassa, endast egna valutan	Smal säkerhetsmassa, endast egna valutan
RB	Varierar med facilitet: <ul style="list-style-type: none"> • Smal säkerhetsmassa för stående utlåningsfacilitet, endast statsobligationer • Bred säkerhetsmassa för kompletterande likviditetsfacilitet 	Smal säkerhetsmassa, endast statsobligationer
SNB	Varierar med facilitet: <ul style="list-style-type: none"> • Bred säkerhetsmassa för likviditetsbristfacilitet • Smal säkerhetsmassa för Covid-19-refinansieringsfacilitet, endast egna valutan 	Bred säkerhetsmassa
BoE	Smal säkerhetsmassa, endast statsobligationer	Smal säkerhetsmassa, endast statsobligationer
Fed	Bred säkerhetsmassa	Smal säkerhetsmassa, endast egna valutan

Anm. I ovanstående tabell har vi tagit med säkerhetsregler för likviditetstillförande marknadsoperationer även i de fall som centralbankerna i fråga f.n. inte regelbundet genomför sådana marknadsoperationer.

5 Slutord

Vi har i denna artikel redogjort för utformningen av fjorton centralbankers styrsystem vid halvårsskiftet år 2023 samt på ett övergripande plan belyst centrala likheter och skillnader dem emellan. Vi har avgränsat beskrivningen till de instrument som används regelbundet, och har således exkluderat de många instrument som en centralbank vanligen förbehåller sig rätten att använda. På så sätt har vi beskrivit och kontrasterat styrsystemen utifrån hur centralbankerna i *praktiken* väljer att tillämpa sina styrsystem och inte utifrån de många *möjliga* sätten som de kan tillämpas. Vår förhoppning är att vi med denna artikel därmed kan bidra till en bättre förståelse för hur olika centralbanker genom sina respektive styrsystem implementerar

penningpolitiken i praktiken, och på vilket sätt som centralbankerna inom detta område skiljer sig åt. Vi hoppas även att vår sammanställning kan användas som en utgångspunkt för vidare studier eller för att få en snabb överblick av hur olika centralbankers styrsystem är utformade.

Samtidigt är det viktigt att hålla i minnet att styrsystem är föränderlig materia. Denna artikel sammanfattar hur centralbankernas styrsystem såg ut per den 30 juni 2023.¹⁷⁰ Allt eftersom förutsättningarna förändras, anpassar centralbankerna hur de implementerar sin penningpolitik i syfte att uppnå en god måluppfyllelse. De senaste åren har exempelvis sett en betydande utveckling av centralbankers styrsystem. I kölvattnet av expansiva penningpolitiska åtgärder och stora likviditetsöverskott har exempelvis ett antal centralbanker övergått från att tillämpa korridorsystem till att tillämpa uttalade eller de facto golvsystem.⁷¹ Samtidigt har andra centralbanker, däribland Riksbanken, valt att behålla men reformera sina korridorsystem eller kvotsystem.⁷²

Kommande år kan komma att bli lika fulla av förändringar. Flera centralbanker analyserar exempelvis för närvarande hur det nya normala ska se ut gällande deras respektive styrsystem, och den Europeiska centralbanken genomför en översyn av sitt styrsystem under 2023.⁷³

Om perioden från finanskrisen 2008 till inledningen av 2022 präglades av en lågräntemiljö och kvantitativa lättnader, så har 2022 och 2023 karakteriserats av stigande räntor och kvantitativa åtstramningar. Det är en omsvängning som bland annat har satt ljuset på de finansiella risker som en centralbank med stor balansräkning är exponerad för.⁷⁴ Flera centralbanker har exempelvis gjort betydande finansiella förluster år 2022 som riskerar att kräva att de behöver återkapitaliseras.⁷⁵ Omsvängningen i penningpolitiken har också satt fokus på den inbyggda balansgång som finns för centralbanker med golvsystem när de vill strama åt penningpolitiken, nämligen hur centralbanker ska väga behovet av att tillföra likviditet, vilket är nödvändigt för styrsystemets funktion, mot ett behov av att bedriva en kontraktiv penningpolitik. Mot bakgrund av dels de senaste årens erfarenheter av finansiella förluster, dels den pågående åtstramande penningpolitiken och normalisering av balansräkningen på många håll, är det inte orimligt att anta att åren framöver kan komma att innebära en renässans för korridorsystem och kvotsystem. Borio (2023)

⁷⁰ På grund av att den ungerska centralbanken Magyar Nemzeti Bank genomförde ett antal större reformer av sitt styrsystem under september månad 2023, beskrivs deras styrsystem utifrån hur det såg ut per den 1 oktober 2023.

⁷¹ Med de facto golvsystem menar vi styrsystem som uppvisar tydliga drag av golvsystem utan att centralbankerna ifråga själva använder begreppet avseende sina respektive styrsystem, se avsnitt 4.2. Federal Reserve, Bank of Canada och Bank of England har officiellt övergått till golvsystem på senare år och har deklarerat att de ämnar fortsätta med detta tills vidare. Den Europeiska centralbankens styrsystem hade under perioden från hösten 2019 till hösten 2022 tydliga drag av ett kvotsystem, även om vi bedömer att det främst påminner om ett golvsystem under sommaren 2023.

⁷² Se Hansson och Wallin Johansson (2023).

⁷³ Se de Guindos och Lagarde (2022).

⁷⁴ Se exempelvis Caruana (2011) och Borio (2023) för en diskussion om de risker en centralbank med stor balansräkning är exponerad för.

⁷⁵ Se Bell m.fl. (2023) för en diskussion om dynamiken bakom varför en central bank gör finansiella förluster samt vad det kan ha för implikationer.

argumenterar exempelvis för att centralbanker bör överväga att återinföra sådana styrsystem på grund av risken för att kostnaderna med golvsystem underskattas.⁷⁶

Referenser

Altavilla, Carlo, Miguel Boucinha, Lorenzo Burlon, Mariassunta Giannetti och Julian Schumacher (2022), "Money markets and bank lending: evidence from the adoption of tiering", Working paper nr 2649, ECB.

Acharya, Viral V, Rahul S Chauhan, Raghuram Rajan och Sascha Steffen (2022), "Liquidity dependence: why shrinking central bank balance sheets is an uphill task", Working paper nr 31050, NBER.

Bank of England (2018), "The Bank of England's future balance sheet and framework for controlling interest rates", *Discussion Paper*, 2 augusti 2018.

Bindseil, Ulrich och Juliusz Jablecki (2011), "The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management", Working paper nr 1350, ECB.

Bell, Sarah, Michael Chui, Tamara Gomes, Paul Moser-Boehm och Albert Pierres Tejada (2023), "Why are central banks reporting losses? Does it matter?", *BIS Bulletin*, nr 68.

Borio, Claudio (2023), "Getting up from the floor", Working paper nr 1100, BIS.

Caruana, Jamie (2011), "Why central bank balance sheet matter", tal vid konferens "Central bank balance sheets in Asia and the Pacific: the policy challenges ahead", Bank of Thailand – Bank for International Settlements, 12 December 2011.

Corsi, Marco och Yvo Mudde (2022), "The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and its monetary policy implementation framework in 2020 and 2021", *European Central Bank Occasional Paper Series*, nr 304.

De Guindos, Luis och Christine Lagarde (2022), Presskonferens om penningpolitiska beslut, Europeiska centralbanken, 15 december.

Hansson, Denise och Ingrid Wallin Johansson (2023), "Riksbankens penningpolitiska styrsystem efter reformeringen 2019-2022", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 29-59, Sveriges riksbank.

Norges Bank (2014) "Bank's assessment of Norges Bank's liquidity management system", *Norges Bank Papers*, nr 4.

⁷⁶ Borio (2023) använder begreppet system med knappa centralbanksreserver (eng. scarce reserves system) för korridorsystem och kvotsystem samt system med överflödande centralbanksreserver (eng. abundant reserves system) för golvsystem.

Schnabel, Isabel (2023), "Back to normal? Balance sheet size and interest rate control", tal vid evenemang, Columbia University och SGH Macro Advisors, 27 mars.

Sellin, Peter och Per Åsberg Sommar (2014), "Riksbankens penningpolitiska styrsystem – en översyn", Riksbanksstudier, Sveriges riksbank

Sveriges riksbank (2022), "Förändringar av Riksbankens penningpolitiska styrsystem – Steg 2", Direktionsbeslut 22 mars 2022.

Swiss National Bank (2023), 115th Annual Report: Annual Report 2022.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK

ISSN 2000-978X