Ekonomiska kommentarer

SVERIGES RIKSBANK

NR 2, 2012

Det penningpolitiska styrsystemet i Sverige kan med relativt enkla medel styra och stabilisera dagslåneräntan. Erfarenheterna från den senaste finansiella krisen visar att styrsystemet dessutom är flexibelt och kan användas för att hantera extraordinära förhållanden. En viktig lärdom från krisen är dock att nya åtgärder kräver en del förberedelser. För att säkerställa att Riksbanken har de system, rutiner och kunskaper som behövs för att snabbt hantera även framtida kriser behöver Riksbankens verktygslåda kompletteras med exempelvis innehav av en obligationsportfölj i svenska kronor.

Det penningpolitiska styrsystemet och erfarenheterna av den finansiella krisen

Heidi Elmér, Peter Sellin och Per Åsberg Sommar
Författarna är verksamma på avdelningen för penningpolitik respektive avdelningen för finansiell stabilitet.

Det penningpolitiska styrsystemet spelar en central roll för Riksbankens möjligheter att uppnå inflationsmålet.[1] I praktiken styr Riksbanken dagslåneräntan, det vill säga räntan på lån mellan bankerna över natten. I denna kommentar redogör vi kort för vilka instrument som finns i Riksbankens verktygslåda för att styra dagslåneräntan och för hur väl styrsystemet fyller sin uppgift. Vi finner att Riksbankens styrsystem har ett enkelt och transparent ramverk som med små medel fyller sitt huvudsakliga syfte att styra och stabilisera dagslåneräntan. Erfarenheter från den finansiella krisen visar också att styrsystemet är flexibelt och kan användas för att hantera extraordinära förhållanden. En lärdom är dock att det är viktigt att säkerställa att Riksbanken har god beredskap för att kunna genomföra extraordinära åtgärder även i framtiden. På det området kan Riksbankens verktygslåda behöva kompletteras.

Riksbankens nuvarande styrsystem har funnits sedan 1994 och är utformat så att dagslåneräntan styrs mot den nivå för reporäntan som Riksbankens direktion har beslutat om. Nivån på reporäntan bestäms av Riksbankens direktion vid dess penningpolitiska möten som hålls sex gånger om året. I praktiken styr alltså Riksbanken marknadens dagslåneränta, det vill säga räntan på lån över natten mellan bankerna. Förändringar i dagslåneräntan fortplantar sig till andra räntor med längre löptider och når slutligen de räntor som hushåll och företag möter. Genom styrränteförändringar påverkas först räntebildningen i ekonomin och sedan efterfrågan, produktionen och inflationen. Riksbanken publicerar även en reporäntebana, alltså en prognos över den framtida reporäntan, som är förenlig med inflationsmålet. På så sätt kan Riksbanken även försöka påverka förväntningarna om framtida reporäntor och bidra till att styra räntebildningen i ekonomin på längre löptider. Det är denna kedja av effekter på hela ekonomin efter en förändring i reporäntan som brukar kallas den penningpolitiska transmissionsmekanismen.

Kärnan i styrsystemet – dagslånemarknaden

Att Riksbanken valt dagslåneräntan som operationellt mål beror i grunden på att Riksbanken kan bestämma villkoren för in- och utlåning över natten för de banker som deltar i Riksbankens centrala betalningssystem RIX.

I RIX genomför bankerna varje dag en stor mängd betalningar i svenska kronor, för sin egen eller sina kunders räkning.[2] Under dagen uppstår tillfälliga under- och överskott i likviditet på bankernas RIX-konton när bankernas in- och utbetalningar inte matchar varandra tidsmässigt och när oförutsedda betalningar måste göras under dagen. I slutet av varje dag balanseras banksystemet, vilket innebär att bankerna jämnar ut sina över- och underskott. I första hand gör bankerna detta sinsemellan på dagslånemarknaden genom lån över natten. Men en bank kan också alltid placera pengar över natten hos Riksbanken eller låna mot säkerhet i de så kallade stående faciliteterna där utlåningsräntan är lika med reporäntan plus 0,75 procentenheter och inlåningsräntan är lika med reporäntan minus 0,75 procentenheter.[3] Dessa räntevillkor skapar incita-

1. Enligt riksbankslagen är målet för Riksbankens verksamhet att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har tolkat det uppdraget som att målet för penningpolitiken är att inflationen ska vara 2 procent per år.
2. Kreditinstitut, clearingorganisationer, värdepappersföretag och Riksgälden kan vara deltagare i Riksbankens betalningssystem.
3. Endast kreditinstitut som är penningpolitiska motparter kan utnyttja Riksbankens stående faciliteter.

ment för bankerna att själva komma överens med varandra om en dagslåneränta som ligger inom den räntekorridor som utgörs av Riksbankens in- och utlåningsräntor. På så sätt bestämmer Riksbanken i praktiken förutsättningarna för dagslånemarknaden.

Öppna marknadsoperationer stabiliserar dagslåneräntan

Även om bankerna har starka incitament att komma överens om en dagslåneränta som hamnar inom räntekorridoren är det ingen garanti att den hamnar nära reporäntan. Räntekorridorens bredd på 1,5 procentenhet kan nämligen innebära att det kan uppstå stora variationer i räntan från en dag till en annan beroende på hur förhandlingarna mellan bankerna slutar.[4] För att minska risken för stora variationer och för att se till att dagslåneräntan hamnar nära reporäntan utför Riksbanken regelbundet öppna marknadsoperationer. Räntevillkoren på de stående faciliteterna utgör alltså en viktig ram i Riksbankens styrsystem medan de öppna marknadsoperationerna syftar till att stabilisera dagslåneräntan så nära reporäntan som möjligt.

Hur går det då till när Riksbanken stabiliserar dagslåneräntan i praktiken? I dagsläget när banksystemet har ett likviditetsöverskott gentemot Riksbanken behöver Riksbanken dra in detta överskott med hjälp av olika marknadsoperationer för att ställningarna på bankernas konton i RIX ska hamna så nära noll som möjligt vid dagens slut. De instrument som Riksbanken då använder är dagliga finjusterande transaktioner och veckovisa emissioner av riksbankscertifikat. De finjusterande transaktionerna innebär att bankerna i slutet av dagen kan placera likviditet hos Riksbanken över natten till reporäntan minus 0,10 procentenheter. Alternativt kan bankerna placera i Riksbankens certifikat med en veckas löptid som emitteras till reporäntan. Det totala beloppet på de dränerande operationerna är begränsat till banksystemets samlade likviditetsöverskott. Det beror på att Riksbanken i första hand vill att bankerna så långt som möjligt ska jämna ut sina likviditetspositioner sinsemellan och endast komma till Riksbanken med det som blir över. Om banksystemet i stället har ett underskott, vilket var fallet före 2008, tillför Riksbanken likviditet med hjälp av veckovisa penningpolitiska repor eller dagliga finjusterande transaktioner i form av lån över natten mot säkerhet.[5]

Av diagram 1 framgår att dagslåneräntan under perioden från oktober 2007 till och med februari 2012 hållit sig relativt stabil inom ett intervall på 0,10 procentenheters avvikelse från reporäntan.[6] Sett ur detta perspektiv har styrsystemet fyllt sin roll att implementera penningpolitiken på ett enkelt, transparent och effektivt sätt. Men för att utvärdera hur ändamålsenligt styrsystemet är behöver Riksbanken också ta hänsyn till om det kan hantera störningar i det finansiella systemet på ett effektivt sätt.

Riksbankens ramverk tillåter stor flexibilitet

Vad Riksbanken tillåts göra regleras ytterst av riksbankslagen som ger Riksbanken stor flexibilitet att genomföra en mängd olika typer av penningpolitiska åtgärder. Ovan har vi beskrivit de huvudsakliga operationer som Riksbanken använder sig av för att styra likviditeten i banksystemet: finjusterande transaktioner och emission av riksbankscertifikat alternativt penningpolitiska repor. Enligt Riksbankens bestämmelser för RIX och penningpolitiska instrument kan Riksbanken även använda sig av valutaswappar eller direkta köp och försäljningar av värdepapper.[7] I praktiken används dock endast ett fåtal instrument för att implementera penningpolitiken.

Även om Riksbanken under de senaste åren endast använt sig av ett fåtal olika typer av marknadsoperationer har det inte alltid varit på det sättet. Exempelvis hade Riks-

4. Sedan det nya systemet togs i bruk den 1 juni 1994 har korridorbredden varit 150 räntepunkter, med två undantag. Mellan den 11 augusti 1994 och den 12 april 1995 var bredden på korridoren 200 räntepunkter och mellan den 20 april 2009 och 7 juli 2010 var korridorbredden 100 räntepunkter.
5. I en repa köper Riksbanken godtagbara värdepapper av en penningpolitisk motpart samtidigt som denna förbinder sig att återköpa likvärdiga värdepapper för ett visst bestämt pris en vecka senare. Skillnaden mellan försäljningspriset och återköpspriset bestäms av Riksbankens reporänta.
6. Under perioden 2009–2010, då Riksbanken lånade ut stora mängder kronor till bankerna, pressades dagslåneräntan ned till finjusteringsräntan. I och med att banksystemet hade möjligheten att placera sitt likviditetsöverskott i finjusteringarna begränsades pressen nedåt på dagslåneräntan till som mest 0,10 procentenheter under reporäntan. Det finns även enstaka dagar då dagslåneräntan avvikit från reporäntan med mer än 0,10 procentenheter. Dessa tillfällen inträffade precis innan Riksbanken hösten 2008 vidtog extraordinära åtgärder i form av extrautlåning till bankerna samt när de sista lånen förföll i oktober 2010.
7. Sveriges Riksbank, Villkor för RIX och penningpolitiska instrument.

banken under 1990-talet en portfölj av svenska värdepapper. Portföljens värde uppgick som mest till cirka 150 miljarder kronor i början av 1990-talet för att mot slutet av decenniet vara värd cirka 25 miljarder kronor. Inledningsvis användes den inhemska värdepappersportföljen i huvudsak för att påverka räntor med olika löptider. I slutet av 1990-talet användes portföljen dock främst i marknadsvårdande syfte, vilket innebar att Riksbanken tillhandahöll en repofacilitet i svenska värdepapper till marknadsaktörerna. Portföljen bestod då till största delen av statsobligationer samt ett mindre innehav av statsskuldväxlar och bostadsobligationer.

År 2001 avvecklades portföljen när den marknadsvårdande repofaciliteten övergick till Riksgälden. Det är Riksgäldens roll att vårda den svenska statsobligationsmarknaden och vid tillfället gjordes bedömningen att en inhemsk värdepappersportfölj hos Riksbanken inte skulle fylla någon viktig penningpolitisk funktion. Den slutsatsen byggde dock på antagandet om att det är tillräckligt för en centralbank att kunna styra dagslåneräntan eftersom förändringar i korta räntor sedan sprider sig till räntor med längre löptider och att denna transmission är stabil och förutsägbar. Den finansiella krisen 2008–2009 visade emellertid att ökade riskpremier snabbt kan försämra transmissionen från korta till långa räntor. Under krisen upphörde dessutom vissa värdepappersmarknader att fungera. Det kan därför vara bra om Riksbanken har möjlighet att agera på systemviktiga värdepappersmarknader i syfte att antingen säkerställa den finansiella stabiliteten eller bidra till bättre fungerande transmissionsmekanism.

Extraordinära åtgärder – en del av styrsystemet under krisen

Under den finansiella krisen genomförde Riksbanken ett antal förändringar av styrsystemet inom ramen för det givna regelverket. Bland annat vidtog Riksbanken, liksom många andra centralbanker, en rad extraordinära åtgärder. Exempelvis lånade Riksbanken ut stora mängder svenska kronor och amerikanska dollar till bankerna mot säkerheter i syfte att hantera krisens negativa effekter på banksystemets likviditet. Riksbanken utökade även motpartskretsen så att fler kreditinstitut kunde få tillgång till Riksbankens utlåning i svenska kronor. Dessutom fick instituten möjlighet att använda flera typer av värdepapper som säkerhet för dessa lån.

Hösten 2008 vidtog även Riksgälden, efter samråd med Riksbanken, marknadsvårdande åtgärder genom att förse marknaden med stora mängder statsskuldväxlar.[8] Pengarna som Riksgälden fick in användes för att köpa säkerställda obligationer med ett återförsäljningsavtal.[9] Åtgärderna bidrog till att dämpa den akuta stress som uppstått på marknaden för säkerställda obligationer och kraftigt försämrat dess sätt att fungera. Riksbankens extraordinära lån med bland annat säkerställda obligationer som säkerhet förbättrade marknadens funktionssätt ytterligare.

En del av de åtgärder som genomfördes i Sverige under krisen syftade i huvudsak till att främja de finansiella marknadernas funktionssätt, men de bidrog även till att förbättra den penningpolitiska transmissionsmekanismen från styrräntan till de räntor som hushåll och företag möter. Av penningpolitiska skäl fick bankerna också möjlighet att låna kronor av Riksbanken under ungefär ett års tid till låg och fast ränta. Riksbanken erbjöd dessa lån i en situation då reporäntan närmat sig noll, och alltså i praktiken nått sin nedre gräns, samtidigt som direktionen bedömde att det behövdes kompletterande åtgärder för att stimulera ekonomin och uppnå inflationsmålet.

Andra centralbanker genomförde liknande extraordinära åtgärder. Till skillnad från många andra centralbanker använde sig Riksbanken dock inte av köp av värdepapper som en krisåtgärd. Men alternativet att köpa räntebärande värdepapper som exempelvis stats- eller bostadsobligationer utreddes och diskuterades även på Riksbanken.[10] Direktionen bedömde dock att andra verktyg var mer lämpliga att använda för att hantera den då aktuella situationen.

8. Totalt emitterades statsskuldväxlar för drygt 200 miljarder kronor och den utestående stocken uppgick till som mest 120 miljarder kronor.
9. Riksgälden genomförde repotransaktioner med bankerna vilket innebar att myndigheten placerade sitt överskott i lån till banker med säkerställda obligationer som säkerhet. Lånen hade samma löptid som de statsskuldväxlar som emitterades.
10. Se penningpolitiskt protokoll från direktionens sammanträde den 20 april 2009.

Verktygslådan behöver kompletteras …

Riksbankens styrsystem har visat sig vara flexibelt och kan hantera de behov av extraordinära åtgärder som uppstod under krisen. I januari 2011 förföll det sista utestående extraordinära lånet i svenska kronor, vilket innebär att Riksbanken återgått till ett normalläge med ett fåtal penningpolitiska verktyg. Erfarenheterna från den finansiella krisen visar dock hur viktigt det är att Riksbanken har beredskap att snabbt kunna vidta lämpliga extraordinära åtgärder.

Men alla förändringar och nya åtgärder som ingår i styrsystemet behöver förberedas innan de kan implementeras i praktiken. Också detta visade sig under den senaste finansiella krisen. Exempelvis blev det då nödvändigt att komplettera både juridiska avtal med externa motparter och de interna regelverken.

Nya och extraordinära åtgärder kan dessutom ställa andra krav på Riksbankens interna tekniska system än de operationer som genomförs i normala tider. Det innebär att nya rutiner och processer i organisationen kan behöva utarbetas. Det är alltså en fördel om Riksbanken har infrastrukturen på plats under normala tider så att behovet av längre förberedelser blir mindre i ett läge då extraordinära åtgärder snabbt behöver genomföras. Det ingår därför i god riskhantering att säkerställa krisberedskapen även under normala förhållanden.

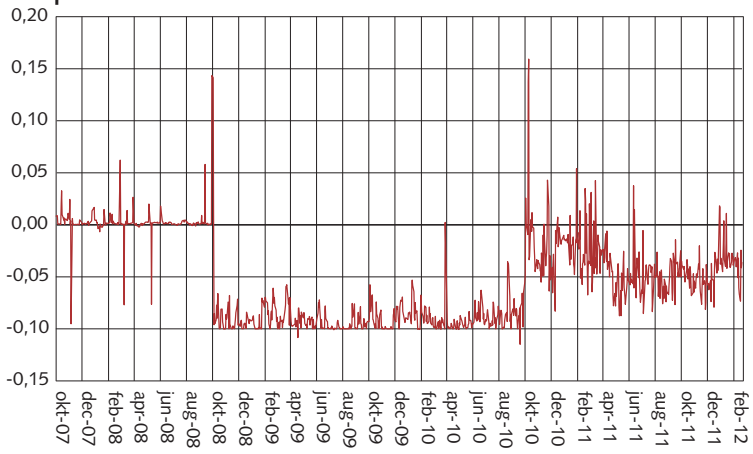
Arbetet med att säkerställa Riksbankens krisberedskap innebär att Riksbanken behöver komplettera sin verktygslåda. Det är exempelvis ovanligt att en centralbank inte har en portfölj med tillgångar i den egna valutan. Andra centralbanker hade redan innan den finansiella krisen bröt ut innehav av obligationer i egen valuta. De hade därmed infrastrukturen på plats så att man med mycket kort varsel kunde vidta extraordinära åtgärder i ett läge där detta bedömdes vara nödvändigt.

… med en obligationsportfölj i svenska kronor

Riksbankens penningpolitiska styrsystem har visat sig fungera väl under såväl normala förhållanden som under den senaste finansiella krisen. Men det betyder inte att en eventuell framtida kris kan hanteras på samma sätt och med samma verktyg. Riksbanken ser därför nu över hur beredskapen i styrsystemet kan förstärkas ytterligare för att kunna möta framtida kriser som kan komma att kräva andra typer av åtgärder. Att åter anskaffa en obligationsportfölj i svenska kronor till Riksbanken skulle kunna säkerställa att Riksbanken har de system, rutiner och kunskaper som behövs för att i framtiden stå rustad att genomföra extraordinära åtgärder med kort varsel. Under normala förhållanden ska dock innehav och förvaltning av en sådan obligationsportfölj i egen valuta inte uppfattas som att Riksbanken avser att intervenera i marknaden i penningpolitiskt syfte. För att undvika att portföljen påverkar räntebildningen eller sänder oönskade penningpolitiska signaler bör dess storlek därför vara begränsad och dess förvaltning transparent.

Diagram

Diagram 1. Dagslåneräntans avvikelse från reporäntan, procentenheter



Källa: Riksbanken.

Referenser

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

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

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

Sellin, Peter och Åsberg Sommar, Per (2012), Riksbankens penningpolitiska styrsystem – en översyn, Penning- och valutapolitik, 2012:2 (publiceras i maj 2012).

Sveriges riksbank (2008), Villkor för RIX och penningpolitiska instrument, augusti 2011.