



# ANFÖRANDE

DATUM: 2008-04-28  
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves  
PLATS: Handelsbanken

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

## ■ Styrsystemet, styrräntan och penningpolitiken

Under hösten och våren har de internationella finansiella marknaderna präglats av stor osäkerhet och turbulens. Utvecklingen har föranlett flera centralbanker att vidta andra åtgärder än de normala, medan exempelvis Riksbanken inte sett något skäl att vidta några extraordinära åtgärder. Ett skäl till att centralbanker agerat olika är att den finansiella krisen har drabbat länder olika hårt. I Sverige har vi inte sett några stora problem till följd av den finansiella krisen. Det hänger samman med att svenska banker inte i någon nämnvärd utsträckning har varit exponerade mot den amerikanska subprime-marknaden. Det har inte heller funnits någon misstro mot svenska banker som har goda möjligheter att klara oväntade negativa händelser. Ytterst handlar det alltså om en utbredd syn att svenska banker inte har problem. En annan anledning till att centralbanker har agerat olika är skillnader i räntestyrningssystem mellan länder. Därför är det viktigt att skapa en förståelse för hur det svenska räntestyrningssystemet fungerar.

I mitt anförande idag kommer jag att prata om penningpolitik från det att underlaget till ett räntebeslut tas fram till dess att beslutet är genomfört. Fokus kommer att vara på hur ett räntebeslut verkställs i praktiken. För en knapp vecka sedan beslutade vi i Riksbankens direktion att lämna reporäntan oförändrad på 4,25 procent. Vad innebär det egentligen? Hur kan vi styra den korta räntan och därmed påverka inflationstrycket i ekonomin?

Jag kommer att ta avstamp i formuleringen av inflationsmålet och sen beskriva hur reporäntan påverkar inflationen. Därefter kommer jag att tala lite om beslutsunderlaget för penningpolitiken. Efter detta kommer jag att gå igenom Riksbankens räntestyrning, det vill säga hur ett beslut om nivån på reporäntan de facto omsätts i praktiken. Slutligen kommer jag att nämna några ord om den finansiella turbulensen och varför det inte funnits något skäl för Riksbanken att vidta några särskilda åtgärder, även om den finansiella utvecklingen förstås är en av många faktorer som påverkar våra bedömningar av inflation och resursutnyttjande. Bitvis kommer jag att använda vårt senaste räntebeslut för att exemplifiera.

## ■ Inflationen ska vara låg och stabil

Riksbankens lagfästa mål är att upprätthålla ett fast penningvärde. Det har vi preciserat i ett explicit inflationsmål som säger att den årliga förändringen av konsumentprisindex, KPI, ska vara 2 procent. Därtill har vi formulerat ett toleransintervall kring målet på plus/minus 1 procentenhet. Toleransintervallet markerar dels att penningpolitiken inte kan uppnå målet exakt hela tiden, dels att alltför stora avvikelser inte kan accepteras om målet ska behålla sin trovärdighet. För att skapa ytterligare tydlighet vägleds penningpolitiken av en princip som säger att när avvikelser från målet inträffar är ambitionen normalt att föra inflationen tillbaka till målet inom två år. Tvåårshorizonten gör det möjligt att föra tillbaka inflationen till målet gradvis och på det sättet undvika alltför stora variationer i realekonomin. Målhorizonten medger således flexibilitet i penningpolitiken, samtidigt som den hjälper till att förankra inflationsförväntningarna.

## Styrräntans väg till inflationen tar tid

Riksbankens mål är alltså att hålla inflationen på en låg och stabil nivå. Vi kan påverka inflationen med vår styrränta, den så kallade reporäntan. Via räntestyrningssystemet siktar Riksbanken på att hålla den kortaste marknadsräntan, dagslåneräntan, nära reporäntan. Dagslåneräntan påverkar i sin tur räntor mot allmänheten, och därmed aktiviteten och prisutvecklingen i ekonomin. Reporäntan anger alltså vilken nivå som Riksbanken vill att dagslåneräntan ska ligga på. Räntor med lite längre löptid, exempelvis 3 månader, bestäms på de finansiella marknaderna bland annat av förväntningar om vad reporäntan i genomsnitt kommer att vara under denna period. Bankernas utlåningsränta till hushåll och företag, och räntan på värdepapper med olika löptid påverkas alltså både av den faktiska och av den förväntade reporäntan. På ännu lite längre sikt är osäkerheten större och det kan vara svårt att ha en uppfattning om den framtida reporäntan. Då spelar istället de långsiktiga förväntningarna om inflationen roll. Här påverkar vi främst genom att bedriva en trovärdig penningpolitik. Långa räntor påverkas också av konjunkturutsikterna och av den långsiktiga tillväxten.

Nivån på reporäntan sätts så att inflationen ska vara nära målet inom ett par år samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte ska uppvisa alltför stora svängningar. Den så kallade transmissionsmekanismen beskrivs ofta i termer av de olika kanaler genom vilka reporäntan påverkar realekonomin och inflationen; räntekanalerna, kreditkanalen, och växelkurskanalen.

Enligt den så kallade *räntekanalerna* leder högre räntor normalt till att det blir mer attraktivt att spara. En högre ränta innebär också att det blir dyrare för företag att finansiera investeringar, och för hushållen att låna till konsumtion. *Kreditkanalen* beskriver hur penningpolitikens genomslag på ekonomin kan förstärkas genom att företagets och hushållens kreditvärdighet försämras när ränteläget blir högre. Hushåll och företag får svårare att låna pengar. Sammantaget leder en högre reporänta till att hushållens konsumtion och företagets investeringar dämpas och därmed också den samlade efterfrågan i ekonomin. Detta medför i sin tur att tillväxten i produktionen dämpas och att resursutnyttjandet blir lägre. Priser och löner stiger då i en långsammare takt. *Växelkurskanalen* beskriver hur penningpolitiken påverkar värdet på valutan. Normalt sett leder en höjning av reporäntan till att kronan stärks. Det följer bland annat av att svenska tillgångar framstår som mer attraktiva än placeringar i andra valutor. En starkare växelkurs påverkar inflationen direkt genom att importerade varor blir billigare. Inflationen dämpas även

■ indirekt genom att utländska varor blir billigare jämfört med inhemskt producerade varor. Detta betyder att importen ökar och exporten minskar. Lägre efterfrågan på inhemska varor bidrar till att minska resursutnyttjandet och dämpar inflationstrycket. Därtill är *inflationförväntningarna* viktiga för hur företag sätter sina priser och för hur lönebildningen fungerar och därmed inflationen. Om alla litar på att inflationen ska förbli låg behöver inte företagen ändra sina priser så ofta, eller arbetstagaren öka sina lönekrav. Detta underlättar för Riksbanken att uppnå inflationsmålet.

En del av dessa mekanismer påverkar inflationen tämligen snabbt, medan andra tar längre tid. Empiriska studier tyder på att en förändring av reporäntan har störst effekt på inflationen efter ett till två år. Detta innebär att Riksbanken måste bygga sitt agerande på prognoser om vart inflationen är på väg. Sådana bedömningar görs sex gånger per år, inför de penningpolitiska mötena, och fungerar som underlag till räntebesluten.

### Framåtblickande beslutsunderlag

Arbetet med att ta fram beslutsunderlag inleds med en analys av ny statistik och nya händelser som inträffat såväl i den svenska ekonomin som i andra länder. Utifrån denna görs först en bedömning av den internationella konjunktur- och inflationsutvecklingen, och en genomgång av utvecklingen på de finansiella marknaderna. Den internationella konjunkturutvecklingen påverkar bedömningen av svensk export, medan den internationella prisutvecklingen påverkar prisutvecklingen på de varor och tjänster som importeras till Sverige. Därefter görs en prognos för den svenska konjunktur- och inflationsutvecklingen. I prognosarbetet använder Riksbanken en kombination av bedömningar gjorda av sektorse experter och resultat från flera modeller. Informationen vägs ihop till en huvudprognos för hur inflationen, reporäntan och ekonomin i övrigt kommer att utvecklas. Därtill tas olika alternativa scenarier fram som illustrerar hur händelseutvecklingen påverkas av andra antaganden om centrala variabler, exempelvis produktivitetsutvecklingen eller den internationella konjunkturen. Så småningom sammanställs en penningpolitisk rapport. Detta är en omfattande process där direktionen och tjänstemän från avdelningen för penningpolitik löpande diskuterar och tar ställning till olika prognosalternativ. Inför de penningpolitiska möten som inte sammanfaller med publiceringen av den penningpolitiska rapporten går arbetet till på ett liknande sätt. Sedan i vintras publiceras en så kallad penningpolitisk uppföljning vid dessa tillfällen, en rapport som innehåller ett mer begränsat antal prognoser.

Med stöd av underlagen lägger direktionen fast majoritetens syn på en väl avvägd penningpolitik med hänsyn till inflationen och den realekonomiska utvecklingen under prognosperioden. I onsdags publicerade vi årets första penningpolitiska uppföljning. I den konstaterar vi att den finansiella oron har fortsatt sedan det penningpolitiska mötet i februari. Det har bidragit till att hushållens och företagens förväntningar på framtiden har dämpats i många länder. Samtidigt har priserna på energi och livsmedel ökat oväntat mycket. Sammantaget gör det att konjunkturen i omvärlden utvecklas svagare än vad Riksbanken tidigare räknat med. I Sverige är konjunkturen fortfarande god, med en hög tillväxt i konsumtion och sysselsättning. Även exporten har utvecklats väl. Den svagare utvecklingen i omvärlden bidrar till att svensk ekonomi mattas av. Stigande energi- och livsmedelspriser gör att inflationen är hög och väntas bli något högre nästa år än vad prognosen visade i februari.

■ Riksbanken har som tidigare att ta hänsyn till olika motverkande faktorer. Å ena sidan är inflationen fortsatt hög liksom inflationsförväntningarna. Å andra sidan kommer den allt svagare utvecklingen i omvärlden att få effekter på den svenska tillväxten och inflationen.

Mot denna bakgrund beslutade vi vid det penningpolitiska mötet i tisdags att lämna reporäntan oförändrad på 4,25 procent. Reporäntebanan är densamma som i februari. En reporänta på omkring 4,25 procent under det närmaste året bidrar till att föra tillbaka inflationen mot målet på 2 procent på ett par års sikt samtidigt som produktion och sysselsättning utvecklas balanserat. Osäkerheten om de framtida konjunktur- och inflationsutsikterna är dock stor.

## Förutsättningar för Riksbankens räntestyrningssystem

Hur omsätts då ett räntebeslut i praktiken? Vad händer egentligen när direktio- nen beslutar att reporäntan ska höjas, sänkas eller lämnas oförändrad? Detta be- svaras bäst med en genomgång av hur vårt räntestyrningssystem fungerar.

I likhet med flera andra centralbanker inriktar Riksbanken sin penningpolitik på att styra den kortaste marknadsräntan, dagslåneräntan. Det kan göras på många olika sätt. Vi har ett system där vi bestämmer villkoren för bankernas in- och ut- låning i Riksbanken. Riksbanken tillhandahåller ett betalningssystem, RIX, som hanterar betalningar i svenska kronor. Ett betalningssystem är en infrastruktur som gör det möjligt att vidarebefordra betalningar från en bank till en annan, och således betalningar från hushålls och företags konton i en bank till mottagarens konto på en annan bank. RIX består alltså av ett kontosystem där alla deltagande banker har egna konton där betalningarna mellan dem bokförs. Genom att be- stämma villkoren för bankernas in- och utlåning i RIX kan Riksbanken påverka dagslåneräntan, det vill säga räntan på lån mellan bankerna från en dag till nästa.

## In- och utlåningsräntan sätter ramarna för dagslåneräntan

När betalningssystemet stänger för dagen och handeln mellan bankerna på dags- lånemarknaden är avslutad måste bankernas konton i RIX vara i balans. Bankerna måste alltså finansiera sina underskott respektive placera sina överskott. Banker- na har två alternativ för att åstadkomma detta. Antingen kan de jämna ut sina över- respektive underskott med varandra på dagslånemarknaden, eller så kan de använda sig av Riksbankens så kallade in- och utlåningsfacilitet. Den senare inne- bär att de kan placera hos eller låna av Riksbanken över natten. Det görs till i för- väg publicerade räntor, de så kallade in- respektive utlåningsräntorna, som ligger 0,75 procentenheter under respektive över reporäntan. Denna skillnad skapar incitament för bankerna att i första hand låna av och placera hos varandra till en dagslåneränta som ligger i den så kallade räntekorridoren. Man skulle därmed kunna säga att in- och utlåningsräntan sätter ramarna för dagslåneräntan.

## Hur ser Riksbanken till att dagslåneräntan är stabil?

Men vi nöjer oss inte med detta. Faciliteterna ser till att dagslåneränta håller sig inom korridoren. Men Riksbanken vill dessutom att dagslåneräntan ska ligga nära och stabilt kring reporäntan, som ligger i mitten av räntekorridoren. Med andra ord vill vi att dagslåneräntan ska vara förutsägbar och inte svänga inom korrido- ren.

■ Att dagslåneräntan kan variera beror på att banksystemet som helhet kan ha ett låne- eller placeringsbehov. Det betyder att en eller flera banker kan ligga på minus eller plus på sina konton i RIX vid dagens slut, även efter utjämning på dagslånemarknaden. Utan andra alternativ skulle det innebära att banker med underskott skulle behöva låna av Riksbanken till utlåningsräntan, och banker med överskott placera till inlåningsräntan. Effekten skulle bli en dagslåneränta som varierar i korridoren. För att förhindra detta tillgodoser Riksbanken banksystemets totala låne- eller placeringsbehov varje vecka till reporäntan. Vi ser alltså till att banksystemet som helhet i första hand får låna eller placera till reporäntan, och minimerar därmed bankernas behov av in- och utlåning i de stående faciliteterna. Samtidigt signalerar vi på vilken nivå direktionen vill att dagslåneräntan ska ligga kommande vecka. Under de senaste åren har banksystemet som helhet haft ett lånebehov hos Riksbanken. Huruvida banksystemet som helhet behöver låna eller placera hos Riksbanken har dock ingen betydelse för vår möjlighet att styra dagslåneräntan.

Att banksystemet som helhet har ett lånebehov hos Riksbanken betyder att vi lånar ut medel till bankerna. Denna veckovisa lånetransaktion kan beskrivas i två steg.

I ett *första steg* gör handlarna på Riksbanken en prognos över banksystemets lånebehov kommande vecka. Det handlar om att göra en bedömning av de betalningar eller flöden som sker mellan Riksbanken och bankerna, och som påverkar banksystemets samlade lånebehov i Riksbanken. Det senare är en post i Riksbankens balansräkning. Prognosen över banksystemets lånebehov i praktiken är därför en prognos över de viktigaste förändringarna i Riksbankens balansräkning under kommande vecka. Det är i huvudsak två poster i Riksbankens balansräkning som spelar roll i detta sammanhang, en på skuldsidan och en på tillgångssidan. På *skuldsidan* är det framförallt förändringar av allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt som behöver uppskattas. Riksbanken har monopol på att ge ut nya sedlar och mynt. Utgivningen av sedlar och mynt kan liknas vid utgivning av värdepapper och uppkommer som en skuld i vår balansräkning. Förändringar i allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt uppvisar ett tydligt och stabilt säsongsmonster och är därför förhållandevis lätt att prognostisera. På *tillgångssidan* handlar det om förändringar i guld- och valutareserven kopplade till försäljning eller köp av utländsk valuta. Sådana interventioner är mycket sällsynta och påverkas i regel av våra egna beslut. Övriga poster i Riksbankens balansräkning uppvisar endast små och förutsägbara förändringar. Summan av de uppskattade förändringarna i balansräkningen motsvarar hur mycket banksystemets lånebehov bedöms förändras under kommande vecka. Jämfört med i många andra länder är det lätt att göra prognoser över det svenska banksystemets låne- eller placeringsbehov. Det beror bland annat på att statens transaktioner inte längre går via Riksbanken, och att det ytterst sällan finns något behov av valutainterventioner i och med den rörliga växelkursen.

I ett *andra steg* genomförs själva lånetransaktionen genom en så kallad repa. Den penningpolitiska repa innebär att banksystemet lånar pengar av Riksbanken mot säkerheter, med avtal om att "återköpa" dessa efter en vecka. Vid repans förfall betalar bankerna ränta för den gångna veckans lån, dvs. reporäntan. Samtidigt genomförs en ny repa. Villkoren för repa annonseras normalt varje tisdag och repa löper från onsdag till onsdag.

Eftersom storleken på repotransaktionen bygger på en prognos för lånebehovet under kommande vecka, och RIX-kontona måste regleras dagligen, kan banksy-

stemet ändå behöva låna eller placera i de stående faciliteterna enskilda dagar. Om beloppen är stora skulle detta riskera att medföra stora svängningar i dagslåneräntan. Därför står Riksbanken dagligen beredd att göra så kallade finjusterande operationer. Dessa finjusteringar innebär att banksystemets dagliga låne- eller placeringsbehov tillgodoses till en ränta som ligger 10 räntepunkter över eller under reporäntan.

För att sammanfatta denna förhållandevis detaljerade genomgång innebär Riksbankens räntestyrningssystem att Riksbanken, genom att tillhandahålla ett betalningssystem och in- och utlåningsfaciliteter, binder marknadens dagslåneränta inom en räntekorridor på 150 räntepunkter. Men det är genom den veckovisa repotransaktionen och de dagliga finjusterande operationerna som vi ser till att dagslåneräntan hamnar nära reporäntan. I och med det senaste penningpolitiska beslutet vill vi att dagslåneräntan ska ligga i närheten av reporäntan på 4,25 procent. I praktiken betyder det att denna veckas penningpolitiska repa kommer att genomföras till en reporänta på 4,25 procent.

### **Samma målsättning men olika system**

Även i många andra länder är centralbankens målsättning att styra den korta marknadsräntan. Systemen kan dock skilja sig. Flera centralbanker tillämpar i likhet med Riksbanken en räntekorridor, med ambitionen att hålla den korta marknadsräntan i mitten av korridoren. Det gäller till exempel Bank of England och ECB. I likhet med Riksbanken genomför de veckovisa repor till en viss räntenivå, med målsättningen att den korta marknadsräntan ska ligga i närheten av denna. Därtill finns bland annat möjligheten till finjusterande operationer.

En viktig skillnad gentemot Riksbanken är tillämpningen av kassakrav. I likhet med många andra centralbanker kräver både ECB och Bank of England att bankerna i genomsnitt under en viss period har ett visst på förhand bestämt belopp inestående på konton i centralbanken. På dessa medel får bankerna en ränta som ligger nära eller är lika med styrräntan. Så länge bankerna i genomsnitt uppfyller kassakravet kan de i viss utsträckning själva bestämma när under perioden insättningar och uttag från kontot sker. Det innebär att kassakravsmedlen kan utnyttjas för att utjämna tillfälliga obalanser i betalningsströmmarna mellan bankerna, och mellan bankerna och centralbanken. Så länge som det genomsnittliga kassakravet uppfylls blir det vanligen ingen kostnad för en bank som till exempel väljer att placera mer på sitt konto i början av en kassakravsperiod. Banken kan ju räkna med att kunna placera det överskott som eventuellt finns kvar i slutet av perioden på marknaden till en ränta som ligger nära styrräntan.

Det är möjligt att utformningen av kassakrav, i perioder med finansiell turbulens, kan påverka behovet av att stabilisera dagslåneräntan. Eftersom det normalt inte innebär någon extra kostnad, kan det finnas det incitament för bankerna att öka sina placeringar i centralbanken i början av kassakravsperioden när det råder stor osäkerhet på interbankmarknaden. Det kan medföra ett minskat utbud och därmed stigande räntor på interbankmarknaden.

### **Den senaste tidens utveckling**

Sedan förra sommaren har utvecklingen på de internationella finansiella marknaderna varit turbulent. Problemen utlöstes på den amerikanska bolånemarknaden för mindre kreditvärdiga låntagare, de som lånade på den så kallade subprime-

marknaden. Problemen började egentligen redan under 2005 när stigande räntor drabbade många av låntagarna. När lånen lades om till nya högre räntor steg deras kostnader kraftigt. Och när sedan fastighetspriserna föll fanns det inte utrymme att belåna bostaden för att ta sig ur problemen. Många låntagare kunde inte längre betala räntor och amorteringar på sina lån. Detta orsakade stora kreditförluster för många bolåneinstitut samt en allmänt ökad oro bland investerare. Krediterna hade dessutom paketerats om i så kallade strukturerade produkter och sålts vidare till investerare runt om i världen. Osäkerheten om vem som egentligen satt med de dåliga lånen var stor, och problemen spred sig snabbt över världen. Osäkerheten tilltog under sommaren när kreditvärderingsbolag nedgraderade många av dessa produkter. Under tredje kvartalet förra året rapporterade flera investeringsbanker stora nedskrivningar som följde av de dåliga lånen, och i samband med det tilltog osäkerheten återigen. De senaste månaderna har situationen på de finansiella marknaderna fortsatt att präglas av stor osäkerhet om framtida risker, stora nedskrivningar och finansieringsproblem för finansiella institutioner.

Den stora osäkerheten har medfört en rädsla hos banker att drabbas av likviditetsproblem, det vill säga att möta svårigheter att ta nya lån när de gamla måste återbetalas. Den har också lett till en oro för en ökad kreditrisk i långivningen till andra banker. Därmed har bankerna föredragit mer likvida och riskfria placeringar samtidigt som flera banker mött svårigheter att finansiera sig på interbankmarknaden. Som en konsekvens har räntor på statspapper pressats ner, samtidigt som interbankräntorna har stigit. Denna utveckling har vi sett i flertalet stora ekonomier. Utvecklingen på interbankmarknaderna har varit betydligt mer volatil än under normala förhållanden. I flera länder har den stundtals fungerat mycket dåligt i så måtto att det inte funnits någon vilja att låna ut till vissa banker.

I en del länder som till exempel Storbritannien och i euroområdet har den stora osäkerheten också lett till att banker har föredragit att placera säkert i centralbanken istället för på interbankmarknaden. Även detta har bidragit till en press uppåt på interbankräntorna. Vissa centralbanker har därmed haft problem med att hålla dagslåneräntan, den allra kortaste interbankräntan, på de nivåer man siktar på.

Utvecklingen har lett till att flera centralbanker har vidtagit olika typer av åtgärder. För att fullfölja sin uppgift att stabilisera dagslåneräntan har till exempel ECB och Bank of England varit mer aktiva än normalt med att tillföra och återföra likviditet via sina öppna marknadsoperationer. För att minska trycket på de något längre interbankräntorna och bidra till fungerande marknader på olika löptider har flera centralbanker dessutom vidtagit åtgärder för att öka utbudet av lån med längre löptider. I detta sammanhang är det viktigt att klargöra att det inte alltid har handlat om en nettotillförsel av likviditet. I samband med att likviditet tillförs på lite längre sikt, har exempelvis ECB ofta återfört motsvarande belopp på kortare löptider för att inte dagslåneräntan ska avvika för mycket från styrräntan. En ytterligare åtgärd har varit att acceptera fler värdepapper än tidigare som säkerhet för sin utlåning. Bank of England har dessutom sänkt sin styrränta, men det har också varit kopplat till tecknen på en försvagad konjunktur.

## Vad har hänt i Sverige?

I Sverige har interbankmarknaden i allt väsentligt fungerat väl. Den finansiella turbulensen har inte tagit sig uttryck i en ökad efterfrågan på placeringar i Riksbanken över natten eller i en ökad ovilja att låna ut på interbankmarknaden. Dagslåneräntan har varit stabil kring reporäntan. I likhet med i andra länder har dock svenska interbankräntor stigit. På interbankmarknaden för lån från imorgon

till nästa dag har räntan varit högre än normalt, och utvecklingen mer volatil. Men högre och mer volatila interbankräntor innebär inte per automatik att bankerna får problem. Svenska banker har haft goda möjligheter att finansiera sig under hela den finansiella krisen, soliditeten är god och kreditförlusterna för närvarande små.

Att vi inte sett några stora problem i Sverige hänger givetvis samman med att svenska banker inte i någon nämnvärd utsträckning varit exponerade mot den amerikanska subprime-marknaden. Det har inte heller funnits någon "misstro" mot svenska banker. Ytterst handlar det alltså om en utbredd syn att svenska banker inte har problem. Att dagslåneräntan varit stabil runt reporäntan kan också hänga samman med hur vårt räntestyrningssystem är uppbyggt. En ökad efterfrågan på placeringar hos Riksbanken skulle ha visat sig genom att banker med överskott skulle ha placerat pengarna på inlåningskontot. Avkastningen på detta är 75 räntepunkter lägre än reporäntan, och således sämre än på dagslånemarknaden. Det skulle således vara kostsamt redan från första dagen. Detta skiljer från system med genomsnittliga kassakrav. Där är det möjligt för en bank att placera mer på sitt kassakravskonto i början av uppfyllandeperioden utan någon extra kostnad i form av en lägre ränta än marknadsräntan. Denna skillnad i räntestyrningssystem speglas av att dagslåneräntan även under normala förhållanden fluktuerar något mer i exempelvis Storbritannien och euroområdet än i Sverige.

För svensk del har det alltså inte funnits någon anledning till åtgärder för att dagslånemarknaden ska fungera. Riksbankens målsättning att stabilisera dagslåneräntan har uppnåtts. Samtidigt har svenska banker haft goda möjligheter att finansiera sig.

Däremot kan osäkerheten på de finansiella marknaderna leda till att penningpolitiken inte påverkar andra marknadsräntor på det sätt som vi är vana vid. I förlängningen skulle det kunna medföra att penningpolitiken inte får önskat genomslag på den ekonomiska aktiviteten och prisutvecklingen. I dagsläget ser vi exempelvis att osäkerheten på de finansiella marknaderna sannolikt har bidragit till en åtstramande effekt utöver den faktiska penningpolitiken, vilket speglas i en större skillnad mellan interbankränta och förväntad penningpolitik än normalt. Detta är dock något som vi hanterar inom ramen för hur vi bedriver penningpolitik, genom att beakta utvecklingen i våra beslutsunderlag.

Således har det inte funnits några skäl till särskilda åtgärder från Riksbankens sida ur ett penningpolitiskt perspektiv. Inte heller mot bakgrund av vårt andra uppdrag, att värna den finansiella stabiliteten, har det funnits skäl till åtgärder. Svenska banker är lönsamma och kapitalstarka, och möjligheterna att klara oväntade negativa händelser är därför goda.

## Centralbankers roll i tider av finansiell oro

Centralbankers roll är att värna den ekonomiska stabiliteten. Det gör vi bäst genom att fokusera på att uppnå våra mål, det vill säga prisstabilitet och finansiell stabilitet. Den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna har dock belyst vikten av ett ökat samarbete dels med andra svenska finansiella myndigheter, dels mellan länders centralbanker. En viktig utmaning är att hantera finansiella kriser som riskerar sprida sig över gränserna. I december 2007 och mars 2008 samordnade bland annat Federal Reserve, Bank of England och ECB åtgärder för att underlätta marknadens behov av kortfristig finansiering. Riksbanken ställde sig



■ bakom aktionen även om vi inte ansåg att det behövdes motsvarande åtgärder i det svenska finansiella systemet.

Vad centralbankers roll ska vara i övrigt när stor osäkerhet och finansiell turbulens skapar problem på vissa delar av de finansiella marknaderna är inte självklart. Att centralbanker vidtar åtgärder för att den ränta man siktar på ska hamna på rätt nivå kan tyckas rimligt. Likaså kan vi konstatera att flera centralbanker ser argument för att även påverka räntor med lite längre löptid.

Men eventuella åtgärder måste avvägas mot risken att interbankmarknaden snabbare slutar att fungera vid tecken på finansiell oro i framtiden. Det finns också en risk att en tillfällig utvidgning av de säkerheter som centralbanken godkänner kan minska bankernas incitament att hålla tillräckligt med sådana säkerheter som normalt accepteras. Om centralbanken tar över en del av den kortaste interbankmarknadens funktioner finns det dessutom en risk för att i grunden kreditvärdiga banker hamnar i likviditetsproblem då tillgången på kort finansiering på interbankmarknaden försvinner. Då finns visserligen möjligheten att låna i centralbanken. Det kräver dock säkerheter, medan interbankmarknaden oftast ger lån utan säkerhet.

Även om vi inte har behövt landa i dessa avvägningar i ett skarpt läge, diskuterar vi givetvis frågorna och följer som alltid utvecklingen noga.

## Avslutning

Den finansiella turbulensen har medfört att flera centralbanker har haft problem med att stabilisera dagslåneräntan på de nivåer man siktar på. Osäkerheten har dessutom tidvis bidragit till svårigheter för vissa banker att finansiera sig på interbankmarknaden. Flera centralbanker har därför vidtagit åtgärder utöver de normala för att dels stabilisera dagslåneräntan, dels minska trycket på de något längre interbankräntorna.

I Sverige har det inte funnits anledning att vidta några extraordinära åtgärder. Den svenska interbankmarknaden har i allt väsentligt fungerat väl. Det hänger delvis samman med att svenska banker inte i någon nämnvärd utsträckning varit exponerad mot den amerikanska subprime-marknaden, och vi har inte sett någon misstro mot svenska banker. Ytterst handlar det alltså om en utbredd syn att svenska banker inte har problem. Det finns inte heller något incitament för svenska banker att placera i Riksbankens stående faciliteter istället för på dagslåne-marknaden. Ett skäl är att vårt räntestyrningssystem är uppbyggt så att detta omedelbart skulle bli mer kostsamt för bankerna, till skillnad från i system med genomsnittliga kassakrav. Låt mig här markera att min avsikt inte är att avgöra om att system är bättre än något annat, utan snarare att belysa att olikheter i styrsystemen kan vara ett skäl till att centralbanker har agerat olika.

Inte heller mot bakgrund av den finansiella stabiliteten har det funnits skäl till åtgärder. Bankerna är lönsamma och kapitalstarka, och möjligheterna att klara oväntade negativa händelser är därför goda.

Som vanligt följer vi dock utvecklingen noga. Skulle det finnas risk för att problem uppstår som gör det svårt för bankerna att bedriva sin verksamhet, och därmed sätter systemet i fara, är läget ett annat. Där är vi dock inte idag, utan vi fortsätter att i huvudsak betrakta den finansiella krisen som åskådare.