



ANFÖRANDE

DATUM: 2009-12-01
TALARE: Svante Öberg
PLATS: Lunds universitet, Ekonomihögskolan

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

■ Penningpolitik, finansiell stabilitet och Riksbankens balansräkning

Inledning

Riksbanken har under det senaste dryga året agerat kraftfullt för att begränsa de negativa konsekvenserna av finanskrisen. Med utgångspunkt från Riksbankens balansräkning ska jag idag förklara hur det hela har gått till.

Riksbankens uppdrag är att upprätthålla ett fast penningvärde och att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Dessa två uppdrag mynnar ut i två huvuduppgifter för Riksbanken – penningpolitik och finansiell stabilitet – två uppgifter som hänger ihop med varandra. Stabilitet i det finansiella systemet är en förutsättning för att bedriva effektiv penningpolitik och prisstabilitet är en del av ett väl fungerande betalningsväsende.

Under den finansiella krisen och den åtföljande lågkonjunkturen har kopplingen mellan de båda uppgifterna stärkts. På båda områden har Riksbanken genomfört extraordinära åtgärder för att kunna fullgöra sitt uppdrag. De två uppgifterna återspeglar sig också i Riksbankens balansräkning.

Jag kommer att beskriva hur Riksbanken har genomfört penningpolitiken och åtgärderna för att stabilisera den finansiella sektorn. Det är främst genom att förändra villkoren för olika poster på balansräkningen som Riksbanken har genomfört sina två uppdrag under den finansiella krisen. Först ger jag därför en övergripande bild av strukturen på Riksbankens balansräkning. Därefter dyker vi ner djupare i de enskilda posterna på balansräkningen för att se hur de har påverkats under det senaste året. Jag avslutar med att blicka framåt och tar upp frågan om när och hur de extraordinära åtgärderna kan komma att avvecklas.

Riksbankens balansräkning

Låt oss börja med att titta på hur Riksbankens balansräkning ser ut i grova drag under normala tider och hur den har förändrats under krisen. Riksbankens balansräkning återspeglar, precis som andra företags och organisationers balansräkningar, den verksamhet vi bedriver. Skuldsidan visar hur verksamheten är finansierad och tillgångssidan visar vad finansieringen används till (Bild 1).

Bild 1. Riksbankens balansräkning

Tillgångar	Skulder
Guld- och valutareserv	Sedlar och mynt
Utlåning till banker	Inlåning från banker
Övriga tillgångar	Övriga skulder
	Eget kapital

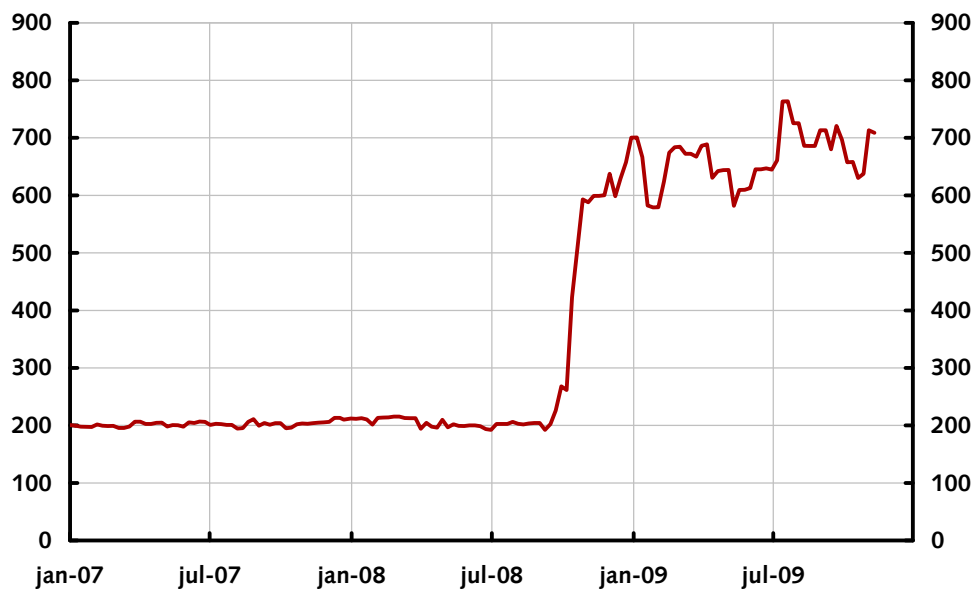
I normala tider finansierar sig Riksbanken framförallt genom att ge ut sedlar och mynt och genom det egna kapitalet. Utelöpande sedlar och mynt utgör normalt den enskilt största posten på skuldsidan. Det egna kapitalet kommer därefter. Därutöver består skuldsidan i princip av inlåning från banker och posten "Övrigt". Dessa poster är vanligtvis små och spelar mindre roll jämfört med sedlar och mynt och eget kapital.

Riksbankens tillgångar består i normala tider i huvudsak av guld- och valutareserven. Guldreserven är en kvarleva från den tid då sedlar och mynt kunde lösas in hos Riksbanken i utbyte mot guld. Den kopplingen finns inte kvar idag och guldet betraktas nu bara som en finansiell tillgång. Valutareserven ska i första hand kunna användas för att utföra Riksbankens uppdrag avseende penningpolitiken och den finansiella stabiliteten. Den består av värdepapper i utländsk valuta som är lätta att omsätta och har låg risk.

Under den finansiella krisen har Riksbanken ökat sin utlåning till bankerna i stor omfattning. Som en följd av det har storleken på Riksbankens balansräkning ökat dramatiskt. Utlåningen till banker var före krisen obetydlig, men har under krisen växt till den dominerande posten på tillgångssidan. Den ökade utlåningen resulterar i sin tur helt och hållet i ökad inlåning till Riksbanken av banksystemet som helhet, vilket jag återkommer till senare. Det har medfört att inlåningen från banker har växt till den dominerande posten på skuldsidan. Riksbankens balansräkning ökade under hösten 2008 inom loppet av tre månader från cirka 200 till cirka 700 miljarder kronor (Bild 2).

Bild 2. Riksbankens balansomslutning

Miljarder SEK

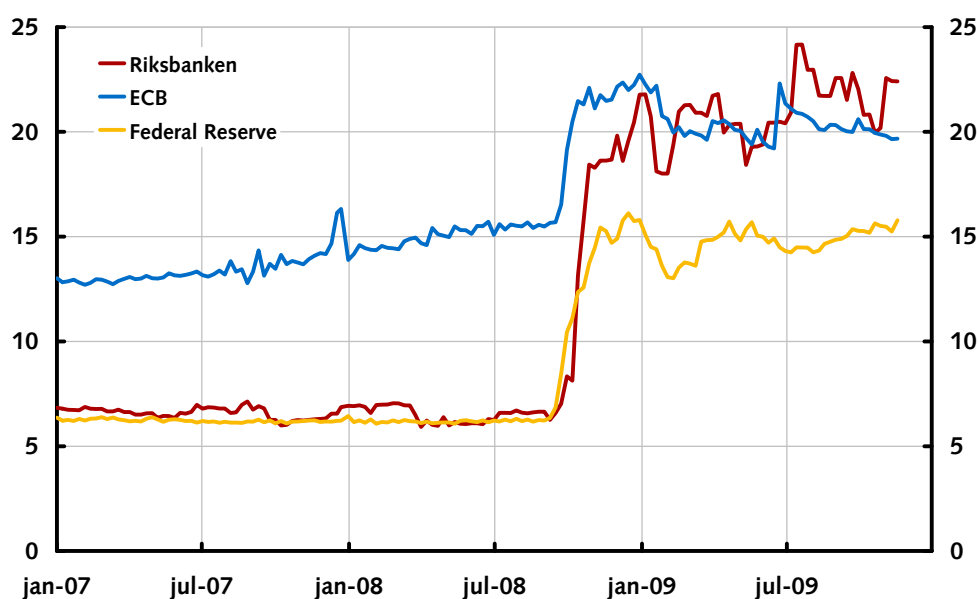


Källa: Riksbanken

Centralbanker i andra länder har också expanderat sina balansräkningar. Beroende på krisens natur och de finansiella systemens struktur i olika länder har centralbankerna genomfört olika åtgärder och i olika omfattning. Men gemensamt för dem är att deras balansomslutningar ökade dramatiskt under tiden omedelbart efter det att den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers ansökte om konkursskydd i september 2008 (Bild 3).

Bild 3. Centralbankers balansomslutning

Procent av BNP



Källor: Respektive centralbank

Hur har då arbetet med våra två huvuduppgifter påverkat Riksbankens balansräkning? Låt mig börja med att diskutera penningpolitiken för att sedan gå över till finansiell stabilitet.

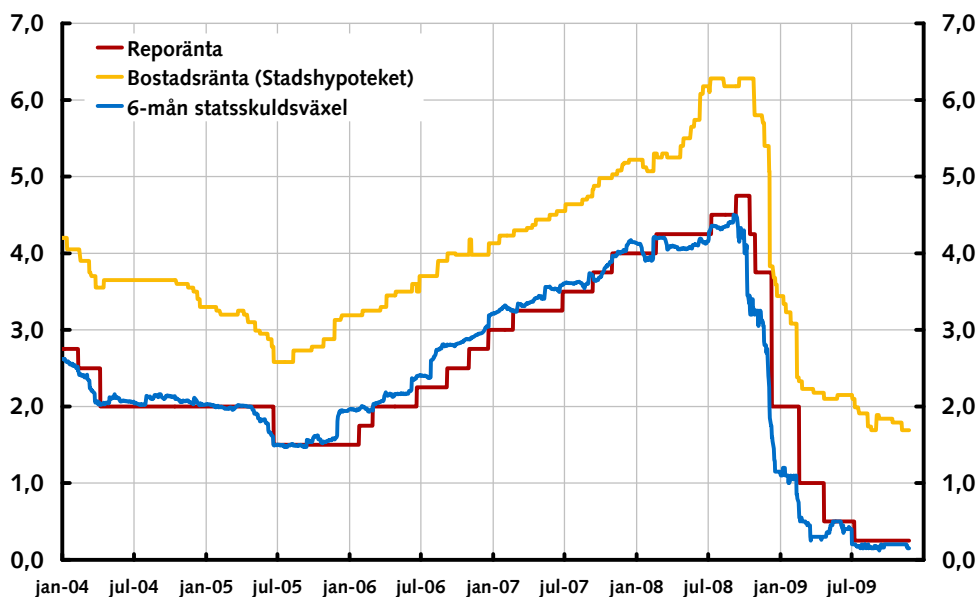
Penningpolitik

Penningpolitikens mål är att hålla inflationen på 2 procent. För att uppnå målet styr Riksbanken normalt den korta räntan. Den korta räntan påverkar i sin tur andra räntor och därmed aktiviteten och prisutvecklingen i ekonomin. Vid de penningpolitiska mötena beslutar Riksbankens direktion om den så kallade repo-räntan. Den anger vilken nivå Riksbanken vill att den korta räntan ska ligga på. Reporäntan får ett direkt genomslag på andra räntor i ekonomin. Jag ska nu beskriva hur det i praktiken går till och hur det reflekteras i balansräkningen.

I syfte att motverka den djupa lågkonjunkturen har Riksbanken i snabb takt sänkt reporäntan till 0,25 procent och annonserat att den ska ligga kvar på denna låga nivå till nästa höst (Bild 4).

Bild 4. Reporäntan och andra räntor

Procent



Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

I normala tider kan Riksbanken styra de korta marknadsräntorna utan att balansräkningen påverkas nämnvärt. I vanliga fall vänder sig bankerna nämligen direkt till varandra för att jämna ut underskott och överskott i likviditeten istället för att vända sig till Riksbanken. De betalar då en ränta som är densamma som reporäntan. Reporäntan får därmed ett direkt genomslag på interbankräntan och via den på korta räntor som företag och hushåll möter.

Men denna mekanism har inte fungerat under den finansiella krisen. Banker som har haft överskottslikviditet har velat ha den tillgänglig för egen räkning i stället för att låna ut den till banker med underskott. Den globala finansiella krisen har dessutom lett till att de svenska bankerna har fått svårt att finansiera sig på de finansiella marknaderna. Under hösten 2008 började därför Riksbanken låna ut

■ pengar på längre löptider till bankerna för att underlätta deras finansiering. Till följd av detta har bankerna haft stora likviditetsöverskott och har i stor utsträckning placerat överskotten i Riksbanken. Det finns flera möjligheter att göra det.

För det första emitterar Riksbanken varje vecka riksbankscertifikat med en veckas löptid till en ränta som är densamma som den beslutade reporäntan, det vill säga i dagens läge 0,25 procent. Detta förutsätter att banksystemet – så som nu är fallet – har ett överskott och behöver placera pengar. Om banksystemet istället som för drygt ett år sedan har ett underskott, så genomför Riksbanken varje vecka så kallade repor med en veckas löptid. Det innebär att Riksbanken köper värdepapper från banker med ett samtidigt avtal om att köpet ska gå tillbaka en vecka senare och där räntan är just den beslutade reporäntan.

För det andra genomför Riksbanken så kallade finjusterande transaktioner varje dag för att jämna ut de dagliga fluktuationerna i banksystemets löpande betalningar. Bankerna får placera pengar i Riksbanken över natten till en ränta 10 räntepunkter under reporäntan, det vill säga i dagens läge 0,15 procent. Även detta förutsätter att banksystemet som helhet vid dagens slut har ett överskott mot Riksbanken. Om de istället har ett underskott, så får bankerna låna pengar i Riksbanken över natten till en ränta 10 räntepunkter över reporäntan. Finjusteringen är normalt mycket liten, men har under krisen växt till mycket stora belopp.

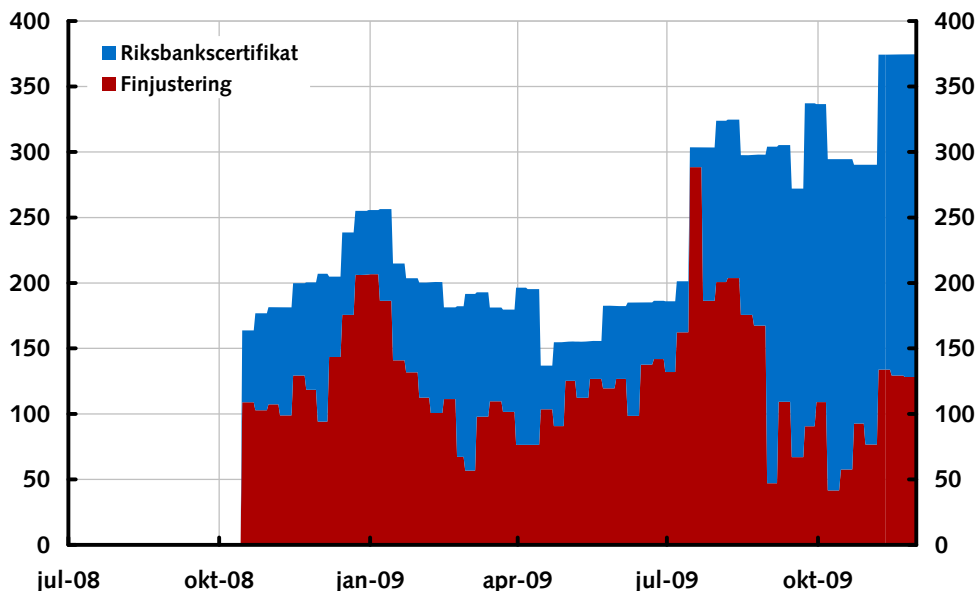
För det tredje finns så kallade stående faciliteter. Banker har rätt att låna av Riksbanken över natten till en utlåningsränta som är 50 räntepunkter högre än reporäntan och rätt att placera överskott i Riksbanken till en inlåningsränta som är 50 räntepunkter lägre än reporäntan. Men dessa möjligheter används väldigt lite eftersom det finns andra för bankerna mer förmånliga alternativ.

Något som har rönt förhållandevis stor uppmärksamhet internationellt är att den låga reporäntan och tillämpningen av en räntekorridor på plus/minus 50 räntepunkter för Riksbankens stående faciliteter medför att Riksbanken i princip tillämpar en negativ ränta för inlåning i Riksbanken. I praktiken är detta av liten betydelse eftersom det är en väldigt liten del av bankernas likviditetsöverskott som placeras i den stående inlåningsfaciliteten. Istället placerar bankerna huvuddelen av sitt likviditetsöverskott till en positiv ränta i de dagliga finjusteringarna eller de veckovisa riksbankscertifikaten.

Bankerna placerade till att börja med under hösten 2008 sina stora överskott till största delen i Riksbanken som en "finjustering". Bankerna var till följd av krisen i stort behov av att ha omedelbar tillgång till likviditet. Under senare tid har de placerat huvuddelen av överskottet i en veckas riksbankscertifikat, vilket är ett tecken på att marknadsförhållandena har förbättrats (Bild 5).

Bild 5. Riksbankscertifikat och finjustering

Miljarder SEK



Källa: Riksbanken

Att den ökade utlåningen resulterar i en lika stor ökad inlåning beror på att alla transaktioner i svenska kronor sker via bankernas konton i betalningssystemet RIX, som Riksbanken administrerar. Utlåningen fördelas i Riksbankens auktioner genom att bankerna lämnar bud på hur mycket pengar och till vilken ränta de vill låna vid varje utlåningstillfälle. I samma stund som auktionerna avslutats fördelas pengarna mellan bankerna efter de inkomna buden. Riksbanken krediterar ett belopp motsvarande tilldelningen på respektive banks konto i RIX. När sedan bankernas transaktioner och betalningar genomförs under dagen ändras fördelningen av pengarna mellan bankerna, men pengarna lämnar aldrig systemet.

Som vi redan har konstaterat har Riksbanken sedan förra hösten lånat ut pengar till bankerna i stor omfattning till följd av finanskrisen. Men successivt har även penningpolitiska motiv fått betydelse för utlåningen. Eftersom reporäntan är nära noll och i praktiken knappast kan sänkas mer, så har det uppstått behov av att komplettera penningpolitiken med utlåning på längre tider till fast ränta för att få ner även något längre räntor. Riksbanken har därför vid tre olika tillfällen (juli, september och oktober) erbjudit lån på upp till 100 miljarder kronor med upp emot ett års löptid till fast ränta för att bidra till att få ner de räntor som hushåll och företag möter. Vid de första två tillfällena fulltecknades det erbjudna lånebeloppet, men vid det senaste tillfället blev det utlånade beloppet 95 miljarder kronor.

Genom räntesättningen på riksbankscertifikaten och finjusteringarna – och som vi kommer in på i nästa avsnitt – räntesättningen på Riksbankens utlåning till bankerna, har Riksbanken under hela krisen kunnat styra den korta räntan.

Sammanfattningsvis har penningpolitiken inriktats på att hålla inflationen nära målet och att samtidigt dämpa fallet i konjunkturen under den finansiella krisen. Reporäntan har sänkts snabbt till en extremt låg nivå. Styrningen av de korta räntorna har fungerat väl under hela krisen. Den normala inriktningen på att enbart styra den allra kortaste räntan har kompletterats med utlåning till banker på lång-

re tider för att också påverka räntorna längre ut på räntekurvan. Därmed närmar sig penningpolitiken frågor som rör finansiell stabilitet som jag nu tänker prata om.

Finansiell stabilitet

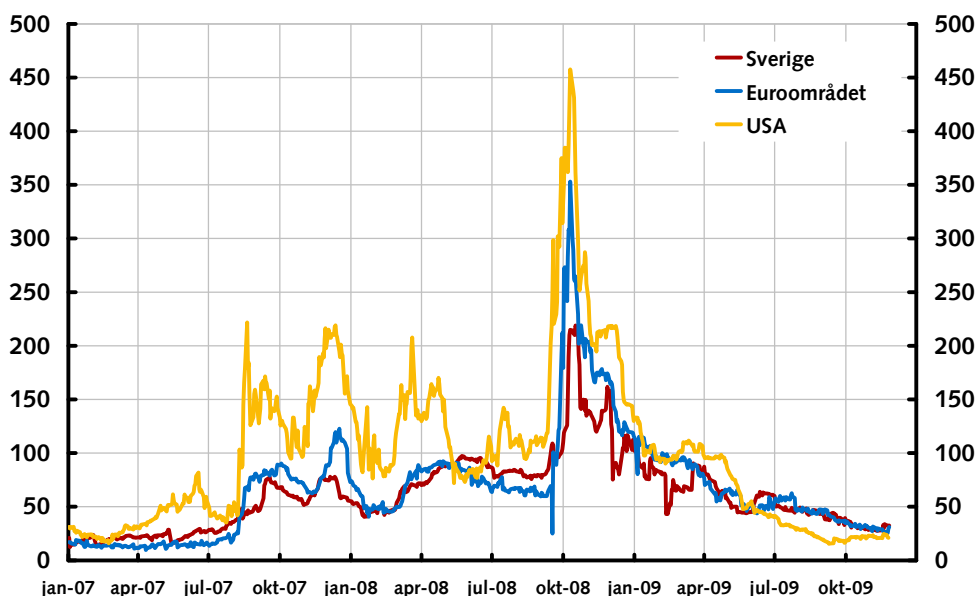
Finansiell stabilitet är Riksbankens andra huvuduppgift. Lite förenklat handlar det om att se till så att det finansiella systemet är stabilt och att betalningssystemet fungerar. Bankerna har en central roll för den finansiella stabiliteten eftersom den dominerande delen av betalningarna går via banksystemet.

De svenska bankerna finansierar sin utlåning till hälften genom inlåning från allmänheten och till hälften genom lån av varandra och på de finansiella marknaderna. Om det uppstår problem som gör att bankerna inte kan finansiera sig genom att låna av varandra eller på de finansiella marknaderna så kan de låna av Riksbanken. Riksbanken är vad man brukar kalla *lender of last resort*.

Under den finansiella krisen slutade flera finansiella marknader att fungera. Bankernas förtroende för varandra minskade och de blev ovilliga att låna ut till varandra. Utvecklingen under krisen kan illustreras med exempelvis den så kallade TED-spreaden, skillnaden mellan räntan på tre månaders lån mellan banker och räntan på tre månaders statsskuldväxlar. I takt med att förtroendet minskade mellan bankerna ökade TED-spreaden under krisen och nådde en topp i samband med Lehman Brothers fall (Bild 6).

Bild 6. TED-spread

Skillnad mellan 3 månaders interbankräntor och statspappersräntor
Räntepunkter



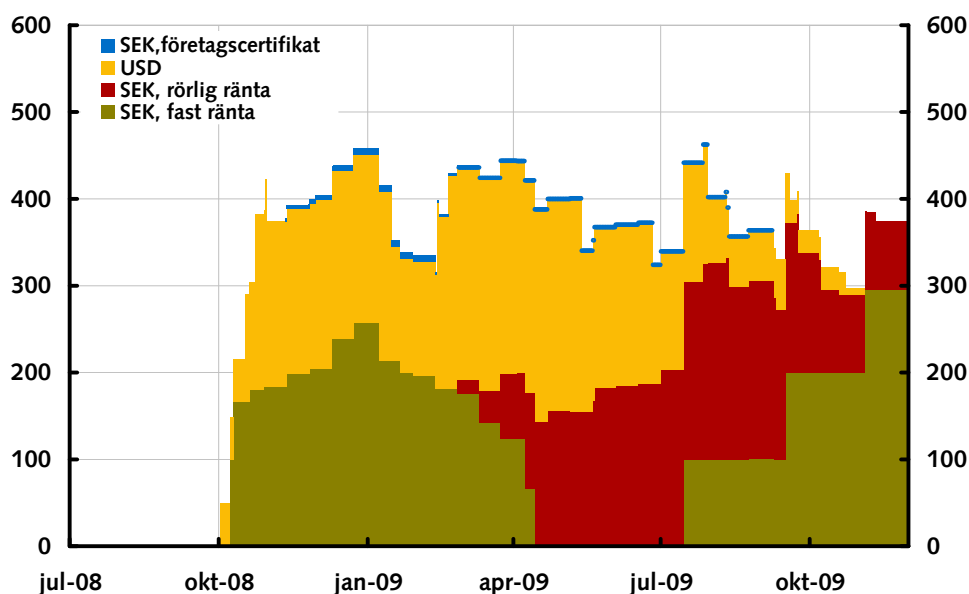
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Det innebär att det blev dyrt och svårt för bankerna att finansiera sig. I det läget började Riksbanken låna ut pengar till bankerna på längre löptider för att trygga deras finansiering. Under tre månader hösten 2008 ökade Riksbanken sin utlåning till bankerna med cirka 450 miljarder kronor. Till att börja med lånade Riks-

banken ut kronor på tre och sex månader, men efterhand har löptiderna utökats till tolv månader. Utlåningen till rörlig ränta har minskat det senaste halvåret, men har kompletterats med den tidigare nämnda utlåningen till fast ränta på närmare 300 miljarder kronor (Bild 7).

Bild 7. Riksbankens utlåning i kronor och dollar

Miljarder SEK



Källa: Riksbanken

Riksbanken har även lånat ut i amerikanska dollar. I samband med krisen uppstod det en brist på dollar i världen och bankerna hade svårt att finansiera sig i dollar. Som mest uppgick utlåningen i dollar till motsvarande cirka 250 miljarder kronor under våren 2009. Sedan dess har bankernas intresse för att låna i dollar av Riksbanken minskat. Det har helt enkelt blivit billigare för bankerna att låna dollar via marknaden än att låna dollar av Riksbanken, vilket i sig är ett tecken på att de finansiella marknaderna fungerar allt bättre. Denna utlåning har nu avslutats.

Jag pratar för enkelhets skull om utlåning till *bankerna*. Men den rätta benämningen för den grupp av institut som kan låna i Riksbanken är *penningpolitiska motparter*. Vi har under det senaste året utökat antalet motparter som kan vara motparter i de finjusterande transaktionerna och infört en ny kategori motparter, benämnda begränsade penningpolitiska motparter, som kan köpa riksbankscertifikat och delta i Riksbankens auktioner av lån på längre löptider utan att vara deltagare i RIX.¹ Vi har också under hösten 2008 också gett särskilt likviditetsstöd till Kaupthing och Carnegie, som de sedan har betalat tillbaka.

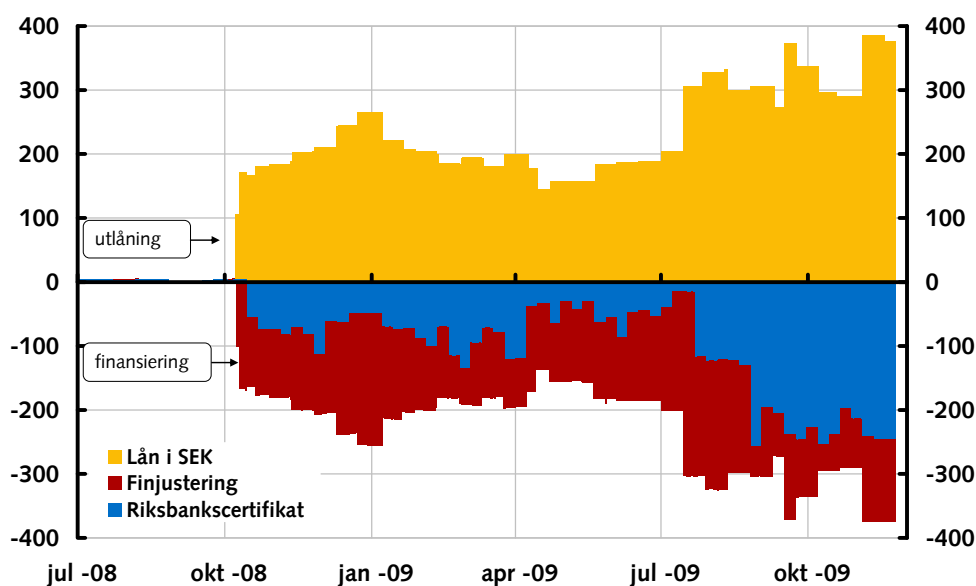
All utlåning från Riksbanken sker mot säkerhet. Vi har under det senaste året utökat den typ av värdepapper som kan användas som säkerheter, men fortfarande är det värdepapper med betryggande säkerhet. De värdepapper som accepteras är räntebärande värdepapper emitterade av främst svenska staten och svenska bostadsinstitut.

¹ Penningpolitiska motparter är 14 banker och begränsade penningpolitiska motparter är för närvarande Svensk Exportkredit, Kommuninvest i Sverige, Sparbanken Finn och Öhman Fondkommission.

All ökad utlåning från Riksbanken hamnar som jag tidigare nämnde i någon form av ökad inlåning på Riksbankens balansräkning. Det kan förvisso gå i långa transaktionskedjor, men i och med att alla betalningsströmmar i kronor går via bankernas konton i betalningssystemet RIX så lämnar pengarna aldrig systemet. De förflyttas bara mellan bankernas olika inlåningskonton i Riksbanken. Riksbankens utlåning i kronor till bankerna har således helt och hållet finansierats genom inlåning från bankerna (Bild 8).

Bild 8. Riksbankens in- och utlåning i kronor

Miljarder SEK



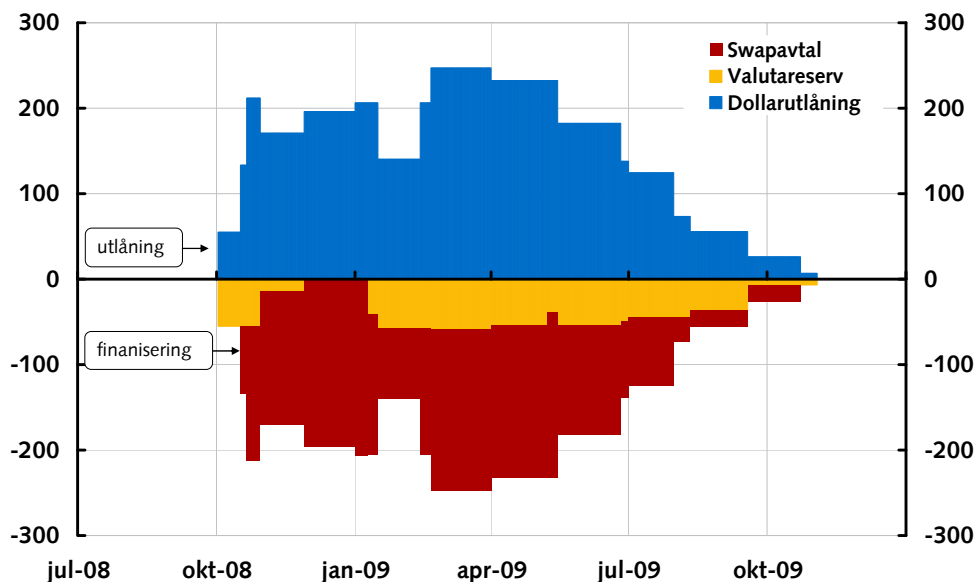
Källa: Riksbanken

Räntorna på bankernas upplåning i Riksbanken är, liksom de tidigare diskuterade räntorna på riksbankscertifikat och finjustering, relaterade till reporäntan. Bankerna får betala en ränta som motsvarar reporäntan med ett visst påslag. Bankerna betalar därmed en högre ränta för sin upplåning i Riksbanken än vad de får i ränta på sin inlåning i Riksbanken. Vid den senaste auktionen på utlåning i kronor blev räntan exempelvis 0,40 procent för både lån till fast ränta och lån till rörlig ränta. På riksbankscertifikaten får bankerna, som tidigare nämnts, för närvarande en ränta på 0,25 procent och vid den finjusterande inlåningen över natten 0,15 procent. Riksbanken styr på detta sätt marknadsräntorna genom räntesättningen på Riksbankens in- och utlåning.

Riksbankens utlåning i dollar har finansierats genom att utnyttja dels valutareserven, dels lån från centralbanken i USA. Jag kommer tillbaka till detta i ett senare avsnitt. Räntan på dollarlånen har bestämts genom ett påslag på den korta räntan på dollar i USA. Riksbanken har betalat samma ränta till den amerikanska centralbanken. Riksbankens utlåning i dollar nådde sin högsta nivå i våras, men har nu som redan nämnts avslutats (Bild 9).

Bild 9. Riksbankens utlåning i dollar och dess finansiering

Miljarder SEK



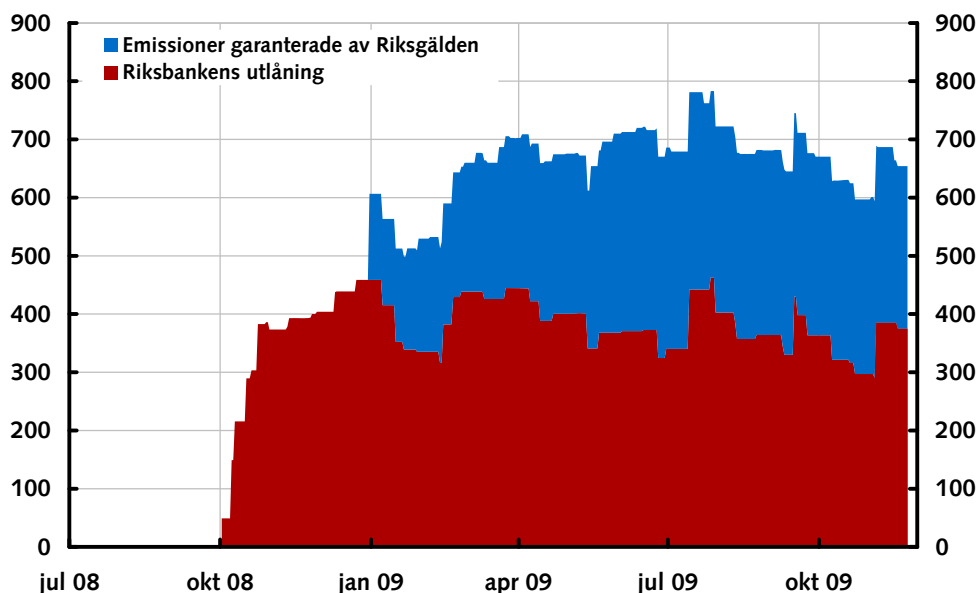
Källa: Riksbanken

Riksbanken gör genom räntesättningen en förtjänst på ut- och inlåningen. Den samlade förtjänsten för Riksbanken uppgår under perioden från och med oktober 2008 till och med oktober 2009 till 2,3 miljarder kronor. Att Riksbanken gör en förtjänst på ut- och inlåningen i kronor är inte ett syfte med åtgärderna utan en bieffekt. Samtidigt är det viktigt att genom räntesättningen undvika direkta subventioner av banksystemet.

Vid sidan av Riksbankens åtgärder har de svenska bankerna fått stöd i andra former under finanskrisen. De har även kunnat låna i andra centralbanker. Som en del i regeringens stabilitetspaket kan finansiella institut från och med december 2008 ansöka om att få sin upplåning garanterade av staten via Riksgälden. I dagsläget har nio finansiella institut fått upplåning på drygt 300 miljarder kronor garanterad av Riksgälden. Sammantaget har den av Riksbanken och Riksgälden stödda bankupplåningen uppgått till som mest närmare 800 miljarder kronor i juli i år (Bild 10).

Bild 10. Riksbankens utlåning och statsgaranterad upplåning

Miljarder SEK



Källor: Riksgälden och Riksbanken

Sammanfattningsvis har åtgärderna för att bevara den finansiella stabiliteten under den finansiella krisen främst inriktats på att snabbt och i stor omfattning förse bankerna med finansiering i kronor och dollar. Riksbanken har under krisen agerat i sin traditionella roll som *lender of last resort*. Det som har varit annorlunda denna gång jämfört med den traditionella rollen är att det inte bara har varit fråga om kort utlåning i kronor utan även utlåning på längre löptider och i dollar.

Guld- och valutareserv

Riksbanken har en betydande guld- och valutareserv. Den består av guld och tillgångar i olika valutor, vilka med kort varsel kan omsättas till likvida medel. Huvuddelen av valutareserven består av statspapper i utländsk valuta och en mindre del av obligationer utfärdade av amerikanska bostadsinstitut och vissa australiska delstater. Valutafördelningen har fram till krisen varit sådan att hälften av valutareserven är noterad i euro, 20 procent i US dollar, 10 procent vardera i brittiska pund och norska kronor samt 5 procent i kanadensiska respektive australiensiska dollar. Under krisen har tyngdpunkten på euro och dollar ökat.

Guld- och valutareserven tjänar tre syften. För det första har Riksbanken av tradition haft en guld- och valutareserv för att vid behov kunna understödja den svenska kronans värde gentemot andra valutor. Det skälet var särskilt starkt fram till 1992 när Sverige hade en fast valutakurs. Men det har inte någon större betydelse idag när vi har en rörlig växelkurs och ett inflationsmål.

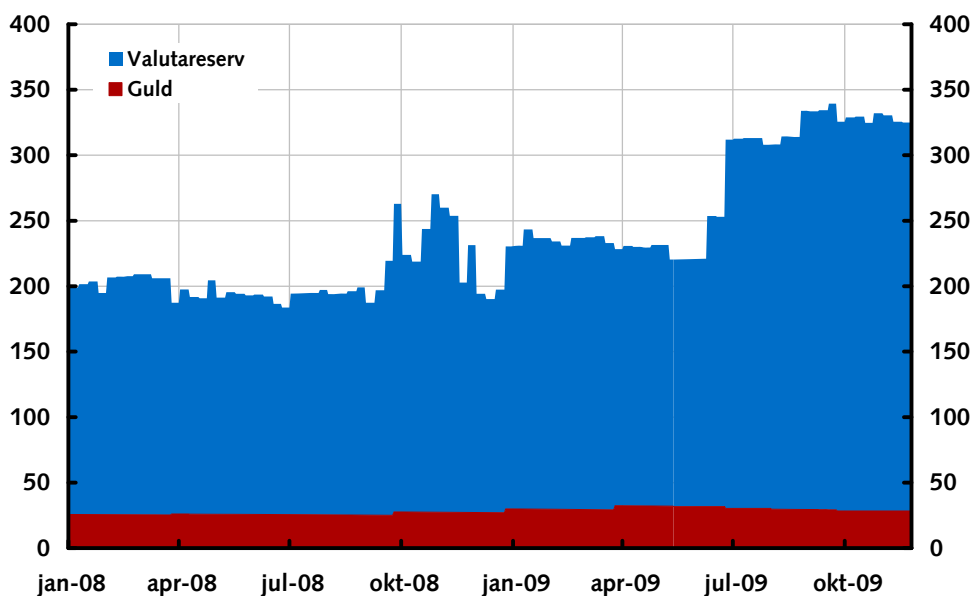
För det andra behövs en guld- och valutareserv för att i en finansiell kris kunna ge tillfälligt likviditetsstöd i utländsk valuta till banker med likviditetsproblem. Under krisen uppstod det problem för bankerna att finansiera sig även i utländsk valuta, framförallt dollar. Riksbanken lånade därför ut dollar till de svenska bankerna delvis finansierade via valutareserven.

För det tredje har Sveriges internationella åtaganden via bland annat IMF för att kunna stödja andra länder i kris med lån i utländsk valuta. Dessa åtaganden har ökat betydligt under krisen. Riksbanken har upprättat swapavtal med centralbankerna i Island, Lettland och Estland för att vid behov kunna ge lån i utländsk valuta för att stabilisera den finansiella situationen i dessa länder. Dessutom har Riksbankens åtagande gentemot IMF ökat. Sammantaget har de internationella åtagandena ökat med över 50 miljarder kronor i samband med krisen och kan komma att öka ytterligare.

Före finanskrisen uppgick guld- och valutareserven till cirka 200 miljarder kronor och svarade då i stort sett för Riksbankens samlade tillgångar. Valutareserven har förstärkts i år. Riksbanken har genom Riksgälden lånat ytterligare motsvarande cirka 100 miljarder kronor i utländsk valuta. En del av valutareserven har varit utlånad under krisen och värdet i svenska kronor har påverkats genom kronans försvagning. Storleken på valutareserven har därmed varierat under krisen (Bild 11).

Bild 11. Guld- och valutareserv

Miljarder SEK

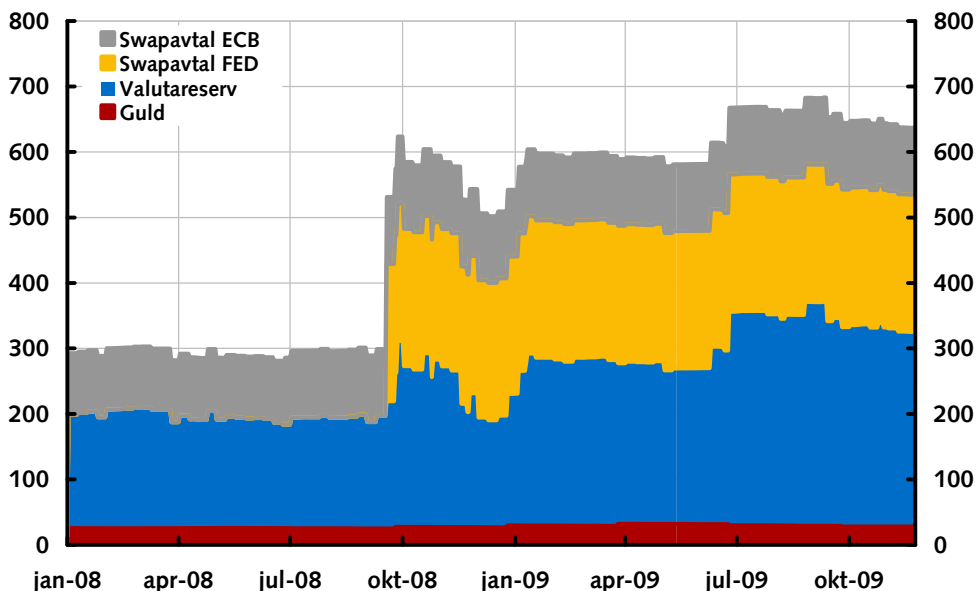


Källa: Riksbanken

Den guld- och valutareserv Riksbanken hade före krisen räckte inte till för den utlåning och de ökade åtaganden krisen förde med sig. Under krisen uppstod bland annat en global brist på dollar. För att säkerställa bankernas finansiering i utländsk valuta ingick Riksbanken – liksom andra centralbanker – därför i oktober 2008 ett swapavtal på 30 miljarder dollar, motsvarande cirka 200 miljarder kronor, med den amerikanska centralbanken (Fed) för att kunna låna amerikanska dollar i utbyte mot svenska kronor. Redan dessförinnan hade Riksbanken i december 2007 ingått ett liknande swapavtal med Europeiska Centralbanken (ECB) på 10 miljarder euro, motsvarande drygt 100 miljarder kronor, för att vid behov kunna låna euro i utbyte mot svenska kronor. Riksbanken har också möjligheter att låna valuta av *Bank for International Settlements* (BIS) i Basel (Bild 12).

Bild 12. Reserver inklusive swapavtal

Miljarder SEK



Källa: Riksbanken

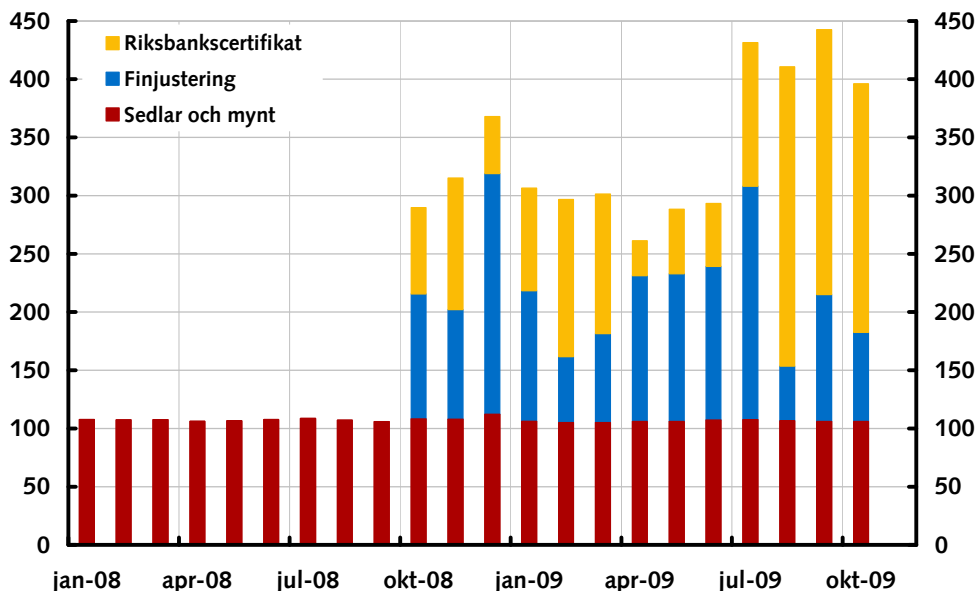
Sammanfattningsvis har Riksbanken under den finansiella krisen genom swapavtal med ECB och Fed samt upplåning via Riksgälden förstärkt möjligheterna att vid behov kunna förse den finansiella sektorn med lån i utländsk valuta och kunna uppfylla de ökade internationella åtagandena. Sammantaget har reserverna inklusive swapavtalen ökat från cirka 200 miljarder kronor till över 600 miljarder kronor. Under krisen har Riksbanken som mest lånat ut dollar motsvarande cirka 250 miljarder kronor.

Sedlar och mynt, eget kapital m.m.

Riksbanken har monopol på att ge ut sedlar och mynt i svenska kronor. Den utlöpande mängden sedlar och mynt utgör normalt den största posten på balansräkningens skuldsida. Storleken på denna styrs helt och hållet av allmänhetens efterfrågan på kontanter och den har inte påverkats nämnvärt av den finansiella krisen (Bild 13).

Bild 13. Sedlar och mynt - monetär bas

Miljarder SEK



Källa: Riksbanken

Sedlar och mynt är en viktig finansieringskälla för Riksbanken. Kontanter i form av sedlar och mynt ger inte någon ränta till innehavarna av dem. Allmänhetens innehav av sedlar och mynt bokförs som en räntelös skuld i Riksbankens balansräkning. Riksbanken investerar ett motsvarande belopp, med avdrag för kostnaden för hantering av sedlar och mynt, i finansiella tillgångar som ger en avkastning. Detta motsvarande belopp är i praktiken en del av valutareserven. Den avkastning Riksbanken får på dessa finansiella tillgångar utgör vad man brukar kalla *seignorage*. År 2008 uppgick seignoraget till cirka 5 miljarder kronor, vilket motsvarar en avkastning på 4,6 procent.

Ett annat begrepp som har kommit att diskuteras en del i samband med den finansiella krisen är det man brukar kalla *den monetära basen*. Den består av utestående sedlar och mynt samt bankernas inlåning i Riksbanken via riksbankscertifikat, finjusteringar och stående faciliteter. Under den finansiella krisen har bankernas inlåning i Riksbanken, som tidigare konstaterats, ökat kraftigt i samband med att Riksbanken ökat sin utlåning till bankerna. Den monetära basen har därmed ökat med omkring 300 procent.

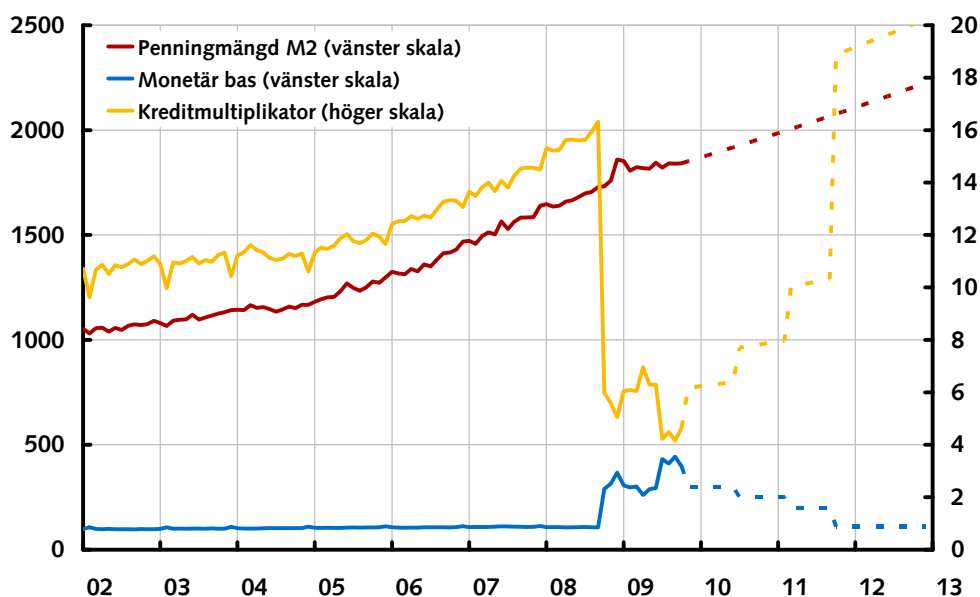
I enklare ekonomiska modeller brukar man anta att det finns en fast relation mellan den monetära basen och penningmängden.² Den fråga som har diskuterats är om den kraftiga ökningen av den monetära basen skulle kunna ge upphov till snabb inflation. För att det ska hända måste penningmängden i samhället också öka, det vill säga förutom att den monetära basen ökar så måste också allmänhetens inlåning i bankerna öka. Det kan ske om ökningen av den monetära basen leder till att bankerna ökar kreditgivningen till allmänheten och detta i sin tur leder till att allmänheten sätter in mer pengar i bankerna. I den rådande lågkonjunkturen har detta inte skett. Bankerna har hållit tillbaka sin kreditgivning samtidigt som kreditefterfrågan från framförallt företag har minskat.

² Med penningmängd avses här allmänhetens innehav av sedlar och mynt samt allmänhetens inlåning i bankerna.

■ Ett rimligare sätt att tolka vad som har skett är att bankerna har ökat sin efterfrågan på likvida reserver i Riksbanken. Lite förenklat kan man säga att banksystemet som helhet har lånat så mycket i Riksbanken som det är villigt att placera som inlåning i Riksbanken. Därmed har kvoten mellan den efterfrågade monetära basen och penningmängden ökat eller med andra ord har den så kallade *kreditmultiplikatorn* minskat. När situationen på de finansiella marknaderna normaliseras förväntar vi oss att kreditmultiplikatorn återgår till sin tidigare nivå (Bild 14).³

Bild 14. Kreditmultiplikatorn

Miljarder SEK respektive kvot



Anm. M2 består av allmänhetens innehav av sedlar och mynt och allmänhetens inlåning i bankerna avista och viss annan inlåning på längre löptid. Streckad linje är exempel på en tänkbar anpassning till en normal nivå.

Källor: SCB och Riksbanken

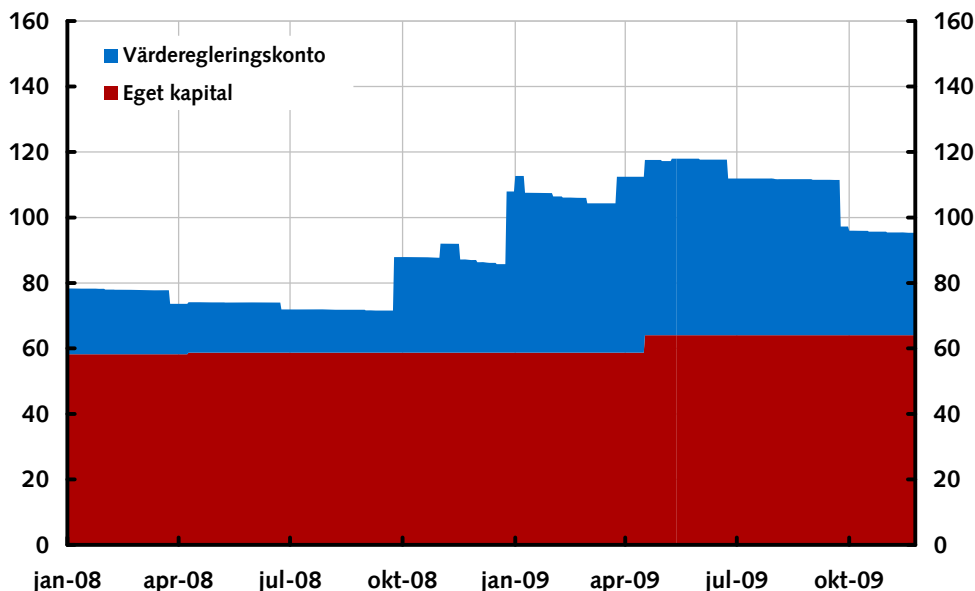
Riksbankens egna kapital uppgår för närvarande till cirka 64 miljarder kronor. Avkastningen på det egna kapitalet ska kunna finansiera Riksbankens verksamhet. Det ska också kunna täcka förluster som kan uppstå i Riksbankens verksamhet. Det kan vara förluster som uppstår i den löpande förvaltningen av Riksbankens finansiella tillgångar eller när Riksbanken ger likviditetsstöd till banker.

En post på balansräkningen som har ökat under det gångna året är värderegleringskontot. Där bokförs realiserade vinster och förluster som utgörs av skillnaden mellan anskaffningsvärde och aktuellt marknadsvärde för Riksbankens tillgångar. Till följd av att kronan har försvagats och att priset på guld har stigit har värdet av guld- och valutareserven ökat. Denna värdeökning på tillgångssidan motsvaras på skuldsidan av en ökning av värderegleringskontot (Bild 15).

³ Kreditmultiplikator brukar definieras som kvoten mellan penningmängden och den monetära basen, se vidare fördjupningen Okonventionella åtgärder och risk för inflation i Penningpolitisk rapport, oktober 2009, Sveriges riksbank.

Bild 15. Eget kapital och värderingskonto

Miljarder SEK



Källa: Riksbanken

Riksbankens tillgångar förvaltas för att ge en god avkastning. Avkastningen har de senaste femton åren varit drygt 7 procent per år inklusive en mindre valutaeffekt. Till följd av att tillgångarna normalt främst består av guld och utländska tillgångar varierar avkastningen i svenska kronor kraftigt mellan åren. Kronans försvagning under den finansiella krisen har paradoxalt nog inneburit att Riksbankens resultat har förbättrats. Därtill har Riksbankens resultat påverkats positivt av utlåningen till bankerna. En del av resultatet ska delas ut till staten. För att jämna ut utdelningen till staten tillämpas en vinstdelningsprincip. Den innebär att 80 procent av det genomsnittliga resultatet under de senaste fem åren, exklusive valutakurs- och guldvärdeeffekter, ska delas ut till staten. Den del av vinsten som inte delas ut till staten förs till det egna kapitalet.

Utöver redan diskuterade poster (riksbankscertifikat, finjustering, sedlar och mynt, eget kapital och värderingskonto) finns ett antal andra poster på balansräkningens skuldsida. Den största är skulden till Riksgälden för det lån Riksbanken har tagit för att förstärka valutareserven. De övriga posterna är vanligtvis små och spelar en mindre roll. Se Bilaga med Bild 17 och 18 Riksbankens tillgångar och skulder.

Avslutning

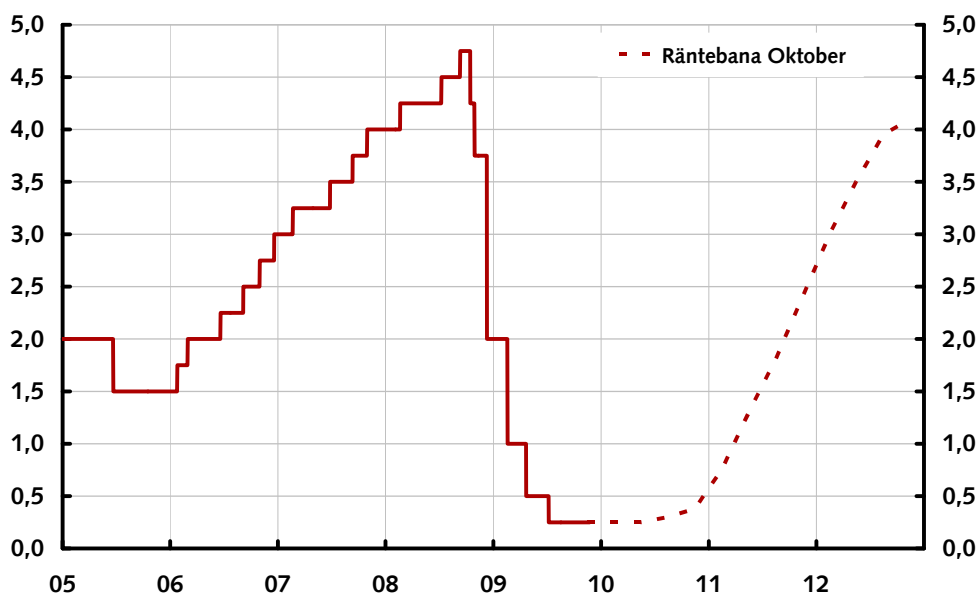
Avslutningsvis vill jag återknyta till inledningen. Riksbanken har under det senaste dryga året agerat kraftfullt för att begränsa de negativa konsekvenserna av finanskrisen. Penningpolitiken har inriktats på att dämpa fallet i konjunkturen; reporäntan har sänkts till en extremt låg nivå och kompletterats med utlåning till banker på längre tider för att också påverka räntorna längre ut på räntekurvan. Åtgärderna för att bevara den finansiella stabiliteten har inriktats på att förse bankerna med finansiering i kronor och dollar. Möjligheterna att förse den finansiella sektorn med lån i utländsk valuta och att kunna uppfylla de utökade inter-

■ nationella åtagandena har stärkts genom swapavtal med ECB och Fed samt upplåning via Riksgälden.

Tecknen på att världsekonomin börjar återhämta sig har blivit tydligare och de finansiella marknaderna fungerar allt bättre. I takt med att den finansiella sektorn stabiliseras minskar behovet av extraordinära åtgärder. Enligt vår prognos i oktober kommer reporäntan troligen att börja höjas hösten 2010 (Bild 16).

Bild 16. Reporänta och räntebana

Procent



Källa: Riksbanken

Den andra frågan när det gäller avvecklingen av de extraordinära åtgärderna är när och hur vi bör avveckla lånen till bankerna. Riksbanken har till skillnad från många andra centralbanker inte köpt några värdepapper, vilket gör avvecklingen av stödåtgärderna jämförelsevis okomplicerad. Utlåningen i dollar har redan avslutats i och med att det blev billigare för bankerna att låna dollar på marknaden än via Riksbanken. Utlåningen i kronor kan komma att vara avslutad i oktober 2010 såvida det inte tas beslut om nya lån.

De extraordinära åtgärderna kommer således att upphöra när ekonomin väl har återhämtat sig och tillståndet i den finansiella sektorn stabiliserats. Riksbankens balansräkning kommer då att minska. Men den finansiella krisen har visat att beredskapen att möta eventuella nya problem torde behöva vara högre än den var innan krisen. Hur det kan komma att påverka balansräkningen är en fråga som Riksbanken kommer att ägna sig åt den närmaste tiden.

Bilaga: Bild 17 och 18. Riksbankens tillgångar och skulder

<u>Tillgångar, mkr</u>	<u>09-09-30</u>	<u>07-12-31</u>	<u>Förändringar</u>
Guld	28 295	25 827	2 468
Valutareserv	297 335	172 544	124 791
Dollarutlåning till banker	25 869		
Utlåning i svenska kronor till penningpolitiska motparter	337 501	9129	328 372
Övriga tillgångar	7 529	4 394	3 135
Summa tillgångar	696 529	211 894	484 635

<u>Skulder, mkr</u>	<u>2009-09-30</u>	<u>2007-12-31</u>	<u>Förändringar</u>
Sedlar och mynt	105 998	114 324	-8 326
Finjusteringar etc	109 073	143	108 930
Riksbankscertifikat	227 489		227489
Swapavtal med FED och ECB	20 253	82	20 171
Lån via Riksgälden	91 186		91186
Repor valutareserven	8 461	12 035	-3 574
Skuld til IMF (SDR)	24 912	2 517	22 395
Övriga skulder	11 705	4 277	7 428
Avsättningar	257	206	51
Värderegleringskonton	33 170	20 063	13 107
Eget kapital	64 025	58247	5 778
Summa skulder	696 529	211 894	484 635

Källa: Riksbanken