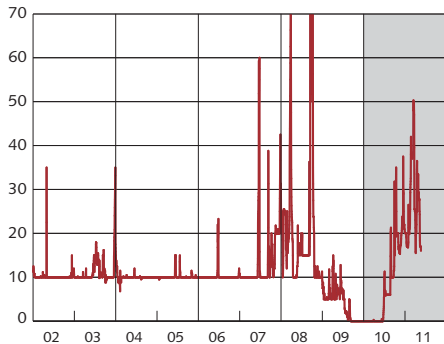
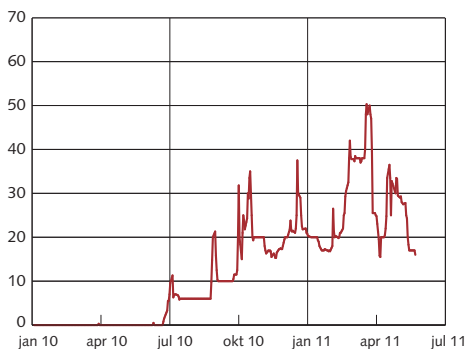


Diagram R1:1. Skillnaden mellan den korta interbankräntan och Riksbankens reporänta
Räntepunkter



Grå yta i detalj



Anm. Grafen illustrerar skillnaden mellan Stibor tomorrow next och Riksbankens reporänta.
Källa: Reuters EcoWin

Den senaste utvecklingen på den korta interbankmarknaden

I oktober 2010 förföll det sista stora av de extraordinära lån till fast ränta som Riksbanken gav ut under den finansiella krisen. Sedan dess har de svenska korta interbankräntorna stigit mer än Riksbankens reporänta och prisrörelserna har varit större än tidigare. Detta har i synnerhet gällt räntan på lån från i morgon till i övermorgon (tomorrow next). En förklaring till de ökade prisrörelserna är att bankerna vill hålla mer likviditet än tidigare, vilket har fört med sig att de blivit mer restriktiva i sin utlåning på denna marknad.

Under den finansiella krisen uppstod allvarliga störningar på den svenska interbankmarknaden. En konsekvens av detta var att räntan på de korta lånen, det vill säga lån från i morgon till i övermorgon (tomorrow next) steg, och avvek från reporäntan i större utsträckning än före krisen (se diagram R1:1). Prisrörelserna, eller volatiliteten, i räntorna ökade dessutom kraftigt.

Finanskrisen och okonventionella åtgärder påverkade marknaden

I oktober 2008 började Riksbanken, i likhet med andra centralbanker, förse sitt banksystem med en stor mängd likviditet genom mer okonventionella åtgärder. Det innebar att Riksbanken gav lån på längre löptider till sina motparter²⁵, godkände ett större antal värdepapper som säkerhet för lån och gav fler institut möjlighet att utnyttja vissa av lånefaciliteterna. Syftet med åtgärderna var att underlätta finansieringen för de svenska bankerna och säkerställa funktionen på de finansiella marknaderna. När dessa åtgärder infördes föll räntorna, inklusive räntan på de korta lånen.²⁶ Om Riksbanken inte hade vidtagit dessa åtgärder hade räntan på de korta lånen sannolikt legat kvar på de höga nivåerna eller till och med stigit ytterligare.

Hösten 2009 beslutade Riksbanken om kompletterande åtgärder för att penningpolitiken skulle få avsedd effekt. Riksbanken gav vid tre tillfällen ut stora lån med ett års löptid, till en ränta som exakt motsvarade reporäntan. Sammanlagt uppgick lånen till 300 miljarder kronor och syftet var att hålla nere även de längre räntorna som hushåll och företag mötte.

Genom att räntorna pressades ner kunde de finansiella marknadernas funktioner upprätthållas och bankerna kunde bibehålla sin utlåning till hushåll och företag. Det bidrog till att mildra de negativa effekterna av finanskrisen på den reala ekonomin i Sverige.

²⁵ Inledningsvis löpte dessa lån på 3 och 6 månader, senare infördes också lån med 12 månaders löptid.

²⁶ För en mer utförlig diskussion om Riksbankens åtgärder under krisen och utvecklingen av dessa se fördjupningen "Den tillfälliga marknadsoron efter utveckling av Riksbankens lånefaciliteter", *Finansiell stabilitet 2010:2*, Sveriges riksbank.

Volatiliteten steg när de stora lånen förföll

Under 2010 fungerade de finansiella marknaderna bättre och alla de svenska bankerna hade tillgång till marknadsfinansiering. Mot den bakgrunden upphörde Riksbanken, som en av de första centralbankerna, med de extraordinära lånen.

Sedan lånen betalats tillbaka har volatiliteten i de korta marknadsräntorna ökat igen (se diagram R1:1), och räntenivån har stigit. Det blev speciellt tydligt när det sista av de tre stora ettåriga lånen till fast ränta förföll i oktober i fjol. Volatiliteten har därmed ökat trots att banksystemet, även efter det att de extraordinära lånen förfallit, fortfarande har ett strukturellt överskott av likviditet på drygt 15 miljarder kronor.²⁷ Dock är volatiliteten inte lika stor som under den finansiella krisen.

Prisrörelserna var mer begränsade före krisen

Under åren närmast före krisen var volatiliteten i de korta lånen i det närmaste obefintlig. Vid några tillfällen steg volatiliteten dock något. Det sammanföll med de månader då de så kallade IMM-dagarna infaller (se diagram R1:2).²⁸ Under dessa månader sker det stora förfall av obligationer och derivat som ibland skapar en mycket hög, men temporär, efterfrågan på lån från i morgon till i övermorgon.

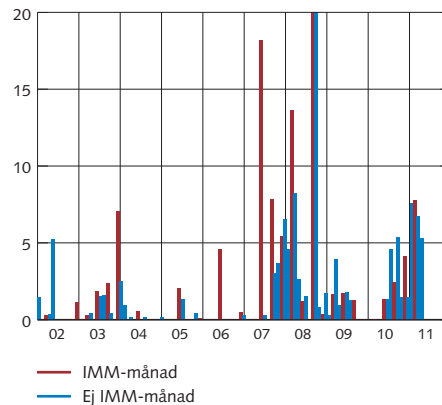
Den i princip obefintliga volatiliteten före krisen kan förklaras av att priset på risk var mycket lågt under denna period. Åren dessförinnan var volatiliteten på räntan på motsvarande löptid högre (se diagram R1:2).

Vad kan förklara de ökade prisrörelserna i räntan på kortfristiga lån?

För att förklara varför volatiliteten har ökat sedan sommaren 2010 måste kopplingen mellan korta interbankmarknaden och dagslåne-marknaden klargöras.²⁹ Lån på dagslåne-marknaden sträcker sig från i dag till i morgon, det vill säga över natten, medan de korta lånen på interbankmarknaden sträcker sig från i morgon till i övermorgon. De banker som deltar i Riksbankens betalningssystem RIX hanterar sina dagliga under- och överskott av likviditet på den svenska dagslåne-marknaden.

Eftersom betalningssystemet RIX är ett slutet system och då Riksbanken i sin likviditetshantering ser till att banksystemet är i balans, kan varje bank med likviditetsunderskott täcka detta genom att banker med överskott lånar ut motsvarande belopp. Givet att bankerna

Diagram R1:2. Månatlig volatilitet i skillnaden mellan räntan från i morgon till i övermorgon och reporäntan
Räntepunkter



Anm. Volatiliteten är här angiven som standardavvikelsen. Blå staplar (Ej IMM-månader) avser månader som inte innehåller en IMM-dag och röda staplar (IMM-månader) avser mars, juni, september och december. Volatiliteten för maj 2010 är till och med den 24 maj.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

27 Detta förklaras i M. Nessén, P. Sellin och P. Åsberg-Sommar "Det penningpolitiska styrsystemet, Riksbankens balansräkning och den finansiella krisen", *Ekonomisk kommentar*, nr 1 2011, Sveriges riksbank.

28 IMM står för Internationa Money Market. Många standardiserade derivatkontrakt på räntemarknaden förfaller på de så kallade IMM-dagarna. Dessa infaller den tredje onsdagen i mars, juni, september och december varje år.

29 Se J. Eklund och P. Åsberg Sommar "Den svenska marknaden för likviditetsutjämning mellan banker över natten 2007–2010", *Penning- och valutapolitik*, 2011:1, Sveriges riksbank, för en mer utförlig beskrivning av den svenska dagslåne-marknaden.

är villiga att låna ut till varandra till reporäntan kan det därför aldrig uppstå en brist på svenska kronor på dagslånemarknaden.³⁰ En bank som i dag avtalar om att låna ut pengar från i morgon till i övermorgon kan därmed räkna med att täcka morgondagens underskott via dagslånemarknaden nästa dag.

Före den finansiella krisen agerade bankerna enligt ovan beskrivna sätt, vilket innebar att det inte rädde någon osäkerhet kring om en bank med ett underskott nästkommande dag skulle få låna pengar av en annan bank med ett överskott. Det förklarar till stor del varför skillnaden mellan räntan på lån från i morgon till i övermorgon och Riksbankens reporänta var låg och stabil (se diagram R1:1). När Riksbanken under krisen tillförde extra likviditet till bankerna genom extraordinära lån minskade bankernas behov av att utjämna över- och underskott via dagslånemarknaden. Det är en viktig anledning till att räntan på dessa lån sjönk och blev stabil i samband med att Riksbanken införde de extraordinära lånen.

Bankerna är mer restriktiva med sin likviditet

Den finansiella krisen har lett till ett ändrat beteende hos de svenska bankerna, som i dag är mer restriktiva med sin likviditet. Bankerna strävar efter att hålla mer likviditet och i högre grad finansiera sig på långa löptider. Effekterna av detta nya beteende blev tydligt först när tillgången till överskottslikviditet minskade i samband med att Riksbankens extraordinära lån förföll. Då blev bankerna, på samma sätt som före krisen, tvungna att utjämna sina över- och underskott av likviditet via interbank- och dagslånemarknaden.

Trots att banksystemet som helhet har ett strukturellt överskott har förändringen i bankernas sätt att hantera sin likviditet medfört att bankerna i större utsträckning än tidigare vill undvika att ha ett underskott i dagslånemarknaden. Detta har bland annat fått till följd att de banker som deltar i RIX under 2010 infört en begränsning (limit) för hur mycket en enskild bank kan låna av en annan bank på dagslånemarknaden. Limiten innebär att en bank som i dag avtalar om att låna ut pengar från i morgon till i övermorgon *inte* kan räkna med att alltid kunna täcka detta lån på dagslånemarknaden nästkommande dag, eftersom man riskerar överträda limiten. Sålunda leder limiten till att en bank som är osäker på sina in- och utflöden inför nästa dag inte vågar låna ut dessa kronor i samma utsträckning som före krisen. Konsekvensen av limiten blir därför att mängden lån som erbjuds från i morgon till i övermorgon begränsas. Det blir alltså en form av utbudsrestriktion. En följd av detta är att de banker som fortfarande är villiga att låna ut från i morgon till i övermorgon tar mer betalt, alltså kräver en högre ränta, för att låna ut dessa pengar.

³⁰ Riksbanken ser via sina operationer till att banksystemet alltid är i balans.

Limiten behöver dock inte nödvändigtvis utgöra ett hinder för bankerna att täcka underskott på dagslånemarknaden som är större än storleken på limiten. Limiten begränsar bara hur mycket en bank får låna från en annan bank. Därmed kan en bank täcka underskott som är större än limiten genom att låna från mer än en bank.

Dessutom kan bankerna hantera eventuella dagliga underskott (och överskott) genom att göra repor med varandra över natten. Ett ökat användande av sådana repor skulle kunna minska beroendet av dagslånemarknaden, vilket i sin tur skulle innebära att bankernas möjlighet att låna ut med en löptid från i morgon till i övermorgon inte skulle begränsas i samma utsträckning till följd av den införda limiten.

Hög efterfrågan på de korta lånen

Efterfrågan på de korta lånen i kronor är dessutom hög. Det hänger bland annat samman med att svenska banker finansierar en stor, och växande, del av sin utlåning i svenska kronor genom att låna i utländsk valuta. Nedan följer en beskrivning som förklarar kopplingen mellan bankernas utländska finansiering och den korta räntemarknaden i kronor.

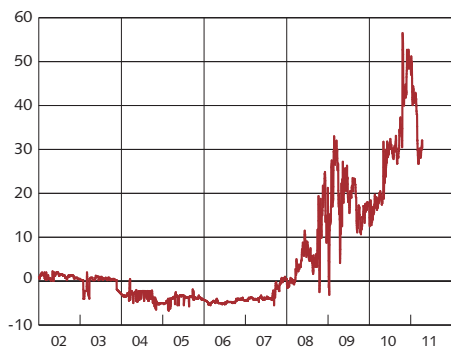
De lån bankerna tar i utländsk valuta omvandlas oftast till svenska kronor med hjälp av valutaswappar.³¹ Ett förenklat exempel kan vara att en svensk bank lånar euro i Tyskland till fem års löptid. Eftersom banken inte har behov av euro utan av kronor behöver banken göra en valutaväxling. På motsvarande sätt kommer banken, om fem år, att behöva betala tillbaka lånet den tagit på den tyska marknaden. För att skydda sig mot valutarisken kan banken ingå en valutaswap, där euro byts mot kronor i dag, för att sedan växlas tillbaka till euro till en förutbestämd valutakurs om fem år.

Ett vanligt förfarande är att de svenska bankerna gör dessa swappar med utländska banker, som inte har en naturlig tillgång till svenska kronor. Detta innebär att de utländska bankerna måste finansiera sin utlåning i kronor till de svenska bankerna genom att i sin tur låna dessa på den kortfristiga interbankmarknaden. I och med att den utestående stocken av svenska bankers värdepapper i utländsk valuta ökar (se diagram 3:17), så talar detta också för att de svenska bankernas efterfrågan på valutaswappar ökar. Och därmed skulle även utländska aktörers efterfrågan på korta lån i svenska kronor ha ökat, från redan höga nivåer.

Den stora efterfrågan på lån från i morgon till i övermorgon i svenska kronor medför att även en liten minskning av utbudet kan ge en förhållandevis stor ökning i räntan på dessa lån. Eftersom bankerna vill hålla mer likviditet nu än tidigare så varierar utbudet av lån från i morgon till i övermorgon från dag till dag, vilket ger upphov

31 En valutaswap är ett avtal om byte av en valuta mot en annan under en viss tidsperiod. Med valutaswap avses här både FX-swappar och cross currency basis-swappar. En cross currency basis-swap innebär ett byte av räntebetalningar i två valutor, exempelvis svensk ränta mot euroränta. Dessa har normalt en löptid på över ett år. En FX-swap har inga räntebetalningar och har normalt löptid upp till ett år.

Diagram R1:3. Kostnad för att omvandla långfristig upplåning i euro till svenska kronor med en valuta-swap
Räntepunkter



Anm. Diagrammet visar en femårig SEK-EUR cross currency basis swap.

Källa: Bloomberg

till volatilitet i räntan. Den självpåtagna limiten leder dessutom till förhöjd volatilitet i räntan. Före krisen kunde RIX-deltagarna hantera en ökad efterfrågan på de korta lånen från en dag till nästa genom att själva låna mer på dagslånemarknaden nästkommande dag. Nu begränsas den möjligheten till viss mån av limiten, vilket gör att räntan stiger när efterfrågan ökar.

Förändrad hantering av likviditeten är inte något unikt för svenska banker. Även de utländska bankerna vill hålla mer likviditet än tidigare. Detta har bland annat fått till följd att kostnaden för att omvandla upplåning i euro till svenska kronor genom en valutaswap har blivit dyrare för de svenska bankerna (se diagram R1:3).

Riksbanken bedömer att det finns två huvudsakliga förklaringar till de stora prisrörelserna i räntan på lån från i morgon till i övermorgon. Den ena förklaringen är att utbudet har minskat till följd av att banker är mer restriktiva med att låna ut. Den andra förklaringen är att efterfrågan på dessa lån är hög.

När det gäller nivån på räntan verkar det rimligt att den nya jämvikten för riskpremierna, och därmed också räntorna på interbankmarknaden, framöver kommer att vara högre än före krisen.³² Det tar dock tid att etablera nya jämviktspriser på den korta interbankmarknaden och därför kan volatiliteten vara förhöjd på denna marknad under en längre period.³³ Det är också möjligt att bankernas förändrade förhållningssätt medför att volatiliteten på denna marknad kommer att vara något högre än åren före krisen (se diagram R1:2).

³² Se också kapitel 1 i *Finansiell stabilitet 2010:2*, Sveriges riksbank.

³³ Denna bild bekräffas också av svaren i *Riskenkät våren 2011*, Sveriges riksbank, (www.riksbank.se).