

Penningpolitiken avspelas i Riksbankens balansräkning. Detta har varit extra tydligt under den finansiella krisen, då balansomslutningen mer än tredubblades. Oberoende av den finansiella krisen har viktiga strukturella förändringar skett som lett till att banksystemet gått från ett strukturellt underskott gentemot Riksbanken till ett överskott. Det innebär att Riksbanken även framöver kommer att erbjuda bankerna att placera sin överskottslikviditet i riksbanks-certifikat istället för att erbjuda bankerna finansiering i form av veckovisa repor, som var fallet innan krisen.

Det penningpolitiska styrsystemet, Riksbankens balansräkning och den finansiella krisen

Marianne Nessén, Peter Sellin och Per Åsberg Sommar
Författarna är verksamma på avdelningen för penningpolitik

Sex gånger per år samlas Riksbankens direktion för att fatta beslut om den så kallade reporäntan. Reporäntan är i strikt mening räntan på den inlåning alternativt utlåning med en veckas löptid som Riksbanken genomför varje tisdag.¹ Reporäntan är också en signal från Riksbanken till de finansiella marknaderna om var man vill att den allra kortaste räntan, den på lån över natten mellan banker, ska ligga. De instrument som Riksbanken förfogar över för att ge trovärdighet åt denna signal och att mer precist styra dagslåneräntan är främst olika slags in- och utlåning, på olika löptider och till olika räntevillkor. Syftet med denna ekonomiska kommentar är att förklara hur det penningpolitiska styrsystemet fungerar och hur det hänger samman med Riksbankens balansräkning. Vi diskuterar särskilt utvecklingen under den finansiella krisen. Vi förklarar även varför den penningpolitiska repa numera ersatts av riksbankscertifikat.

Huvuddelen av de instrument som Riksbanken använder för att styra räntan återfinns som poster på Riksbankens balansräkning. Före den finansiella krisen var transaktionerna i de olika instrumenten normalt sett förhållandevis små, vilket innebar att åtgärder som vidtogs inom ramen för det penningpolitiska styrsystemet i regel hade små effekter på balansräkningen. Detta ändrades under den finansiella krisen. De lån som Riksbanken gav till bankerna under perioden oktober 2008 - oktober 2009 innebar att storleken på Riksbankens balansräkning mer än trefaldigades. Den ökade likviditeten i betalningssystemet som dessa lån gav upphov till lånades in igen till Riksbanken. Det syntes på balansräkningens skuldsida i form av att poster som representerar olika penningpolitiska styrinstrument ökade. För att förklara detta mer i detalj börjar vi med en kort genomgång av betalningssystemet, för att därefter behandla det penningpolitiska styrsystemet och hur penningpolitiska transaktioner påverkar Riksbankens balansräkning.²

Hur kan Riksbanken styra räntan?

Att det finns en koppling mellan det penningpolitiska styrsystemet och centralbankens balansräkning är kanske föga förvånande. Enligt den klassiska läroboksmodellen styr centralbanker räntan genom att ändra penningmängden genom köp eller försäljningar av värdepapper, dvs. via så kallade öppna marknadsoperationer. Ju mer värdepapper centralbanken köper desto lägre blir räntan. Centralbankens styrning av räntan motsvaras därmed direkt av förändringar i storleken på centralbankens balansräkning. Denna enkla modell är dock alltför enkel när det gäller att förstå moderna penningpolitiska styrsystem.³ De flesta centralbanker har idag räntestyrningssystem där det inte finns någon direkt koppling mellan förändringar i räntan och storleken på balansräkningen. Det är i stället centralbankens monopol på att tillhandahålla betalningsmedel,

1. Uttrycket reporänta kommer från att det är räntan på ett återköpsavtal som heter *repurchase agreement* på engelska.

2. Tidigare redogörelser för Riksbankens penningpolitiska styrsystem tar inte upp kopplingen till balansräkningen. Se t.ex. Mitlid och Vesterlund (2001).

3. Det är dock en mekanism som används för att förklara effekterna av de stora tillgångsköp som världens stora centralbanker genomfört under senare år.

och framför allt att den kan bestämma till vilka villkor dessa betalningsmedel görs tillgängliga, som gör det möjligt för centralbanken att styra räntan.⁴ Det är detta man brukar kalla centralbankens penningpolitiska styrsystem.

För att visa hur Riksbanken styr räntan börjar vi därför med en kort bakgrund om betalningssystemet och om hur betalningarna mellan (privata eller juridiska) personer ger upphov till betalningar mellan bankerna. Sådana betalningar leder till att vissa banker får överskott medan andra får underskott på sina konton i betalningssystemet. Vi beskriver hur dessa saldon utjämnas via lån mellan bankerna eller via transaktioner med Riksbanken.

Kostnadsfria betalningar mellan bankerna under dagen...

Om två personer har konton i samma bank kan en betalning mellan dessa enkelt göras genom att banken debiterar den enes konto och krediterar den andres. Om personerna däremot har sina konton hos olika banker måste en betalning ske mellan dessa banker. Sådana transaktioner mellan banker görs vanligen genom debitering och kreditering på bankernas konton i Riksbankens betalningssystem RIX.⁵ Under senare år har överföringar mellan kunder i olika banker i genomsnitt lett till transaktioner på cirka 570 miljarder kronor varje dag i RIX, dvs. nästan en femtedel av svensk (årlig) BNP. Det är alltså mycket stora värden som hanteras i RIX.

Ibland kan en bank bli tvungen att betala ut pengar till en annan bank under dagen innan den själv fått några pengar. Då kan den låna från Riksbanken för att kunna genomföra betalningen. Den får då en så kallad intradagskredit från Riksbanken mot säkerhet i form av värdepapper eller utländsk valuta. Intradagskrediter är nödvändiga för att betalningssystemet ska fungera effektivt. Om alla banker skulle sitta och vänta på att få betalningar innan de själva betalar ut pengar så skulle betalningssystemet inte fungera. Precis som de flesta andra centralbanker kräver Riksbanken godtagbara säkerheter för intradagskrediter men tar därutöver inte betalt.

... och mot ränta vid dagens slut

Vid slutet av dagen kommer vissa banker att ha underskott på sina RIX-konton medan andra har överskott. De banker som har överskott kan då antingen låna ut pengar "över natten" till dem som har underskott på den så kallade dagslåne marknaden, eller placera överskottet i Riksbanken. Omvänt måste de banker som har underskott antingen låna av andra banker, eller låna (mot säkerhet) av Riksbanken. Lånen över natten mellan bankerna ges till den så kallade dagslåneräntan (overnight-räntan). Det är denna ränta som Riksbanken i första hand har möjlighet att styra. Detta sker först och främst inom ramen för *de stående faciliteterna*.

De stående faciliteterna innebär att Riksbanken tillhandahåller en möjlighet att placera pengar över natten till en *inlåningsränta* som är lika med reporäntan minus 0,75 procentenheter och en möjlighet att låna pengar till en *utlåningsränta* som är lika med reporäntan plus 0,75 procentenheter.⁶ Banker som deltar i RIX och som har slutit avtal med Riksbanken om att vara så kallade penningpolitiska motparter kan använda sig av denna möjlighet.⁷

Om banker med överskottslikviditet är tveksamma till att låna ut till andra banker kommer sannolikt dagslåneräntan att stiga eftersom de banker som har underskott på likviditet i så fall bjuder upp räntan. Men de banker som är penningpolitiska motparter till Riksbanken kan istället vända sig till Riksbanken för att få kredit över natten. Riksbankens utlåningsränta sätter därmed en övre gräns för dagslåneräntan.

4. Se t.ex. Disyatat (2008), Borio och Disyatat (2009) samt Keister, Martin och McAndrews (2008).

5. Medlemmar i RIX är Riksbanken, Riksgälden samt ett antal kreditinstitut och clearingorganisationer. Avvecklingen i RIX sker enligt principen om bruttoavveckling i realtid. Det innebär att betalningar avvecklas en och en och att de medel som överförs till ett RIX-konto omedelbart blir tillgängliga på kontot och kan användas för andra betalningar.

6. Med rådande reporänta på 1,25 procent (från december 2010) är alltså inlåningsräntan 0,50 procent och utlåningsräntan 2,00 procent. Mellan april 2009 och juli 2010, då reporäntan var på historiskt låg nivå, var ut- och inlåningsräntorna plus/minus 0,50 procentenheter runt reporäntan.

7. På Riksbankens hemsida finns en förteckning med de penningpolitiska motparterna. Se <http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=26467>.

På motsvarande sätt sätter inlåningsräntan en undre gräns. Därmed utgör Riksbankens inlåningsränta och utlåningsränta en *räntekorridor* inom vilken dagslåneräntan bestäms.⁸

Riksbanken styr dagslåneräntan...

Var dagslåneräntan mer exakt kommer att hamna inom räntekorridoren är emellertid en förhandlingsfråga mellan bankerna på dagslånemarknaden. Med en korridorbredd på 1,5 procentenhet ges räntan möjlighet att variera kraftigt från en dag till en annan beroende på var förhandlingarna mellan bankerna landar. En smalare korridor skulle begränsa variationerna i räntan, men skulle även minska bankernas incitament att utjämna sina likviditetspositioner med varandra. För att öka incitamenten för bankerna att komma överens om dagslåneräntor i närheten av reporäntan står Riksbanken redo att varje eftermiddag genomföra finjusterande operationer. I dessa operationer erbjuder Riksbanken kredit mot säkerhet eller inlåning över natten till reporäntan plus/minus 0,10 procentenheter. Syftet med finjusteringarna är att balansera banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken genom att låna ut medel så att banksystemet kan täcka sitt underskott eller låna in ett överskott. Hur stora belopp som Riksbanken lånar ut eller tar emot beror alltså på hur banksystemets ställning gentemot Riksbanken ser ut vid denna tidpunkt. Om banksystemet som helhet har ett lånebehov lånar Riksbanken ut medel, men då inte mer än det belopp som motsvarar banksystemets samlade lånebehov. Motsvarande gäller om banksystemet som helhet har ett placeringsbehov. Riksbanken tar då emot medel, men inte ett större belopp än banksystemets placeringsbehov. Skälet till detta är att Riksbanken vill att bankerna i första hand ska jämna ut sina likviditetspositioner mellan sig, och endast komma till Riksbanken när övriga möjligheter är uttömda.⁹

...och likviditeten i RIX

Under normala förhållanden försöker Riksbanken tillföra eller dra in precis så mycket likviditet som behövs för att ställningarna på bankernas konton i Riksbanken ska summa till noll vid dagens slut. Det innebär att om några banker har underskott på sina konton vid slutet av dagen så har andra banker ett motsvarande överskott.

Hur ser då denna hantering av likviditeten i RIX ut? Före 2008 fanns ett så kallat strukturellt underskott i betalningssystemet, dvs. banksystemet hade haft ett underskott av kronor i RIX om inte Riksbanken varje vecka tillfört likviditet. Riksbanken försåg då bankerna med betalningsmedel genom att köpa värdepapper från dem, samtidigt som man kom överens om att bankerna skulle köpa tillbaka värdepappren vid en senare tidpunkt. Dessa så kallade repor hade vanligen en löptid på en vecka, och priset var den reporänta som rådde vid tillfället. När en bank säljer ett värdepapper till Riksbanken förs ett belopp motsvarande köpeskillingen över till dess konto hos Riksbanken. Banken kan sedan använda dessa medel på sitt konto för att betala andra medlemmar i betalningssystemet eller för att rekvirera sedlar och mynt från Riksbanken. Sommaren 2008 sålde Riksbanken utländsk valuta mot likvid i kronor för att banksystemet även framöver skulle ha ett strukturellt underskott och man skulle kunna fortsätta med repor. Under det senaste året har banksystemet i stället haft ett strukturellt överskott gentemot Riksbanken. För att dra in överskottslikviditeten i betalningssystemet ger Riksbanken en gång i veckan ut kortfristiga certifikat, så kallade riksbankscertifikat, som bankerna kan placera sin likviditet i till en avkastning som motsvarar reporäntan.¹⁰ Repor och riksbankscertifikat är exempel på *öppna marknadsoperationer*.

8. Under normala förhållanden anpassar Riksbanken mängden likviditet så att banksystemet inte ska behöva utnyttja bankens in- och utlåningsfaciliteter. På posterna inlåningsfacilitet respektive utlåningsfacilitet på Riksbankens balansräkning brukar därför endast mycket små belopp återfinnas. Paradoxalt nog är alltså de mest obetydliga posterna på balansräkningen de som har den största betydelsen när dagslåneräntan bestäms, genom att de sätter gränserna för fluktuationer i räntan.

9. Dagliga finjusterande operationer i syfte att stabilisera dagslåneräntan infördes 1995. Orsaken var de erfarenheter Riksbanken haft av att låta dagslåneräntan fluktuera fritt inom räntekorridoren. Dagslåneräntan hade inte motsvarat reporäntan i genomsnitt, utan i stället fluktuerat på ett asymmetriskt sätt inom korridoren. Detta ledde till att fluktuationer i dagslåneräntan ibland tolkades som policysignaler av marknadsaktörerna. För att undvika detta införde man finjusteringarna som ett sätt att stabilisera dagslåneräntan till samma nivå som reporäntan (se Holmberg (1996)).

10. Riksbankscertifikat har som regel alltså en veckas löptid. Men det förekommer undantag. Kring jul och nyår kan löptiden bli så lång som tre veckor, beroende på hur helgdagarna ligger. Under våren 2010 började Riksbanken även emittera riksbankscertifikat med längre löptid, dock aldrig längre löptid än tiden fram till nästa penningpolitiska möte.

Styrsystemet – en sammanfattning

Sammantaget syftar det system som vi beskrivit här till att ge starka incitament för bankerna att själva hantera sin likviditet, samtidigt som Riksbanken skapar förutsättningar för en stabil utveckling av dagslåneräntan. Den stora skillnaden mellan Riksbankens in- och utlåningsräntor i de stående faciliteterna innebär att bankerna i första hand vänder sig till varandra för att utjämna sina dagliga likviditetspositioner. Den stora skillnaden mellan räntorna innebär dock att variationerna i dagslåneräntan kan bli stora. Här kommer de dagliga finjusteringarna in. Bankerna vet att betalningssystemet kommer vara i stort sett i balans vid dagens slut, dvs. att lånebehovet hos de banker som har underskott sammantaget kommer att vara lika stort som placeringsbehovet hos de övriga bankerna i systemet. Om en bank behöver låna över natten så vet den alltså att dessa pengar finns hos de övriga bankerna. Eftersom en bank ena dagen kan behöva låna ut pengar medan den nästa dag behöver låna pengar så brukar man inte förhandla om räntan utan man brukar vanligen göra en affär till reporäntan eller väldigt nära reporäntan. Att man vet att systemet kommer att vara i stort sett i balans vid slutet av varje dag bidrar enligt bankerna själva till denna prissättningspraxis. Till sist, anledningen till att finjusteringen görs till en något mindre fördelaktig ränta än reporäntan är att detta ska skapa incitament för motparterna att bjuda i den veckovisa repen eller emissionen av riksbankscertifikat. Diagram 1 sammanfattar styrsystemet.

Penningpolitiken avspeglas i Riksbankens balansräkning

De olika slags in- och utlåning som Riksbanken gör för att styra räntan ger upphov till förändringar i olika poster på balansräkningen. Om man vill se detta mer i detalj är det lämpligt att utgå från en något förenklad version av Riksbankens balansräkning.¹¹ Tabell 1 visar balansräkningen vid tre tidpunkter, den 23 augusti 2008 (dvs. en dryg månad innan Riksbanken började med den extraordinära utlåningen under den finansiella krisen), den 23 november 2009 (då omfattningen av Riksbankens krisåtgärder kulminerade) och slutligen den 15 januari 2011 (då Riksbankens krisåtgärder fasats ut.)¹²

Tabell 1. Riksbankens balansräkning den 23 augusti 2008, 23 november 2009 och 15 januari 2011, miljoner kronor

Tillgångar	Aug 2008	Nov 2009	Jan 2011
Guld och valutareserv	196 067	325 030	322 556
Utlåningsfacilitet,	–	–	1
Marknadsoperationer			
Finjusteringar	–	–	–
Repor	3 501	–	–
Utlåning på längre löptid i SEK	–	375 301	–
Utlåning på längre löptid i utländsk valuta	–	334	–
Övriga tillgångar	3 731	7 210	4 203
Summa tillgångar	203 299	707 875	326 760
Skulder			
Sedlar och mynt	106 612	105 928	101 622
Inlåningsfacilitet	376	19	63
Marknadsoperationer			
Finjusteringar	77	128 308	8 309
Riksbankscertifikat	–	246 188	–
Övriga skulder	37 492	163 407	144 337
Eget kapital	58 742	64 025	72 429
Summa skulder	203 299	707 875	326 760

Källa: Sveriges riksbank

11. Riksbanken publicerar uppgifter om balansräkningen fyra gånger per månad på hemsidan, se www.riksbank.se/veckorapport. Där finns då mer detaljerad information än den i tabell 1.

12. Som mest lånade Riksbanken ut 375 miljarder kronor, vilket var under hösten och vintern 2009/10. Dessutom lånade Riksbanken mellan oktober 2008 och november 2009 ut amerikanska dollar. Som mest uppgick denna utlåning till 30 miljarder USD under våren 2009.

På tillgångssidan är vanligtvis guld och valutareserven den enskilt största posten, men som framgår av tabellen är så inte alltid fallet. I november 2009 var utlåning i svenska kronor på längre löptider (dvs. längre än den vanliga vecko-repan) den största posten, vilket vi återkommer till nedan. Andra poster på tillgångssidan är utlåning inom ramen för de stående faciliteterna, samt olika slags öppna marknadsoperationer, t.ex. utlåning i form av de veckovisa repor som beskrivits ovan.

På skuldsidan är vanligtvis sedlar och mynt den enskilt största posten.¹³ Inlåning inom ramen för de stående faciliteterna samt öppna marknadsoperationer (t.ex. emission av riksbankscertifikat eller den dagliga finjusteringen) återfinns också på skuldsidan.¹⁴

Före 2008 hade banksystemet ett underskott gentemot Riksbanken. Riksbanken täckte detta underskott med repor en gång i veckan – dvs. en-veckas lån mot säkerhet. De inblandade beloppen var i regel små, ett par-tre miljarder kronor, se tabell 1. Sedan Riksbanken avvecklade sin portfölj av svenska värdepapper 2001 är nästan alla Riksbankens intäkter i utländsk valuta medan nästan alla kostnader är i svenska kronor. Därför har banksystemets underskott mot Riksbanken trendmässigt minskat, vilket innebar att reporna successivt blev allt mindre efter 2001. Från och med februari 2010 råder istället ett strukturellt överskott i betalningssystemet som Riksbanken hanterar dels via veckovisa emissioner av riksbankscertifikat, dels via dagliga finjusteringar. Trots att banksystemet hade ett strukturellt underskott fram till i februari 2010, så blev Riksbanken tvungen att hantera ett överskott på likviditet i banksystemet orsakat av den utlåning på längre löptider som inleddes i oktober 2008. Detta ska dock inte betraktas som ett strukturellt överskott eftersom det var meningen att låneprogrammen skulle fasas ut när krisen var över, vilket också skett.

Vad bestämmer den strukturella positionen?

Som vi tidigare konstaterat har banksystemet sedan februari 2010 ett strukturellt överskott gentemot Riksbanken. Vad är det då som bestämmer om banksystemet har ett strukturellt under- eller överskott mot Riksbanken? Det bestäms av nettot av alla tillgångar och skulder på Riksbankens balansräkning förutom de poster som representerar penningpolitiska transaktioner, dvs. främst repor, finjusteringar och riksbankscertifikat samt eventuella belopp i de stående faciliteterna. Vi använder balansräkningen i tabell 1 för att illustrera detta. I augusti 2008 innebar detta netto ett underskott som motsvaras av reporna minskat med finjusteringen och inlåningsfaciliteten, sammanlagt drygt 3 miljarder kronor. I januari 2011 motsvarades nettot däremot av ett överskott lika med summan av riksbankscertifikat, finjusteringarna och inlåningsfaciliteten, sammanlagt ca 8,4 miljarder kronor. I november 2009 fanns även en omfattande utlåning i svenska kronor på längre löptid. Även om detta skapade ett stort likviditetsöverskott i banksystemet är det inte liktydigt med ett strukturellt överskott, i och med att likviditetstillförseln inte var permanent. Sålunda var bankernas strukturella position i november 2009 summan av riksbankscertifikaten, finjusteringen och inlåningsfaciliteten minus utlåningen på längre löptid, vilket gav ett strukturellt underskott på knappt 0,8 miljarder kronor.

Vad orsakar förändringar i den strukturella positionen? Om andra poster på tillgångssidan än de penningpolitiska transaktionerna ökar (t.ex. genom köp av utländska eller inhemska tillgångar med likvid i kronor) kommer banksystemet att hamna i ett större överskott/mindre underskott vis-a-vis Riksbanken. Och om andra poster på skuldsidan än de penningpolitiska transaktionerna ökar kommer banksystemet hamna i ett större underskott/mindre överskott. Under senare år har allmänhetens efterfrågan av sedlar och mynt minskat, vilket tenderar att öka det strukturella överskottet. Samtidigt har Riksbankens årliga inbetalning av vinstmedel till statskassan haft stor betydelse för banksystemets strukturella position gentemot Riksbanken. Varje år betalas en del av Riksbankens disponibla vinst in till Riksgäldskontoret istället för att läggas till Riksbankens egna kapital. Riksgälden placerar dessa medel på ett konto i en affärsbank som i sin tur placerar denna ökade likviditet som inlåning i Riksbanken. Storleken på dessa inbetalningar har under senare år varit i genomsnitt knappt 5 mdr kronor, vilket alltså

13. Storleken på posten sedlar och mynt styrs av allmänhetens efterfrågan på pengar som är tämligen oförändrad över tiden.

14. I Övriga skulder är för närvarande "Skulder i utländsk valuta till hemmahörande i Sverige" en stor post. Denna består i huvudsak av upplåning av utländsk valuta via Riksgälden för att förstärka valutareserven.

bidragit till att banksystemet gått från att för några år sedan ha haft ett strukturellt lånebehov i Riksbanken till att framöver ha ett strukturellt placeringsbehov.

Likviditetshantering i praktiken

Eftersom det finns ett strukturellt likviditetsöverskott behöver Riksbanken dränera banksystemet på likviditet. Det gör Riksbanken genom att emittera riksbankscertifikat och via finjusteringen. Riksbanken gör en prognos över banksystemets placeringsbehov kommande vecka för att bestämma hur mycket certifikat som ska emitteras. I praktiken handlar det om en prognos över Riksbankens nettobetalningar i kronor vilka fångas upp av de viktigaste förändringarna i relevanta poster i Riksbankens balansräkning under veckan. Det är framförallt posten utelöpande sedlar och mynt som spelar huvudrollen i detta sammanhang. Den styrs av allmänhetens efterfrågan på betalningsmedel, som uppvisar ett tydligt säsongsmönster. Om allmänhetens efterfrågan väntas öka, vilket den till exempel gör speciellt inför julhandeln och andra långhelger, så kommer bankerna att behöva rekvirera mer sedlar och mynt. De betalar för dessa genom att motsvarande belopp dras från deras konton i RIX. Bankerna kommer därmed att hålla mindre medel på sina konton och banksystemets placeringsbehov minskar därför. Riksbanken kommer då att emittera färre riksbankscertifikat än veckan innan.¹⁵

Förändringar i likviditetshanteringen under den finansiella krisen

I oktober 2008 svepte den internationella finansiella oron på allvar in över finansmarknaderna i Sverige. Marknaderna för långfristiga krediter upphörde i princip att fungera, vilket även drabbade svenska banker. Riksbanken började då låna ut amerikanska dollar och svenska kronor till bankerna.¹⁶ Under hösten 2008 och våren 2009 skedde utlåningen i svenska kronor med 3, 6 och så småningom 12 månaders löptid, och till en ränta som låg över marknadsräntan. Därefter, när reporäntan nått sin nedre gräns, fick bankerna även vid tre skilda tidpunkter möjlighet att få tillgång till 12 månaders krediter till en låg ränta. Detta skedde i anslutning till de penningpolitiska mötena i juli, september och oktober 2009 och syftet var att få ned räntorna till företag och hushåll.

Denna utlåning innebar att banksystemet i ett slag gick från ett tidigare kortfristigt finansieringsbehov i Riksbanken – vilket alltså tillgodosågs via veckovisa repor som var förhållandevis små – till ett mycket stort kortfristigt placeringsbehov. Riksbankens utlåning till bankerna syns på tillgångssidan av balansräkningen i tabell 1 – den 23 november 2009 uppgick den till 375,3 miljarder kronor. Denna utlåning innebar ett mycket stort likviditetsöverskott i betalningssystemet som Riksbanken drog in via veckovisa emissioner av riksbankscertifikat och dagliga finjusteringar. Den 23 november uppgick dessa till 246,2 respektive 128,3 miljarder kronor.

En stor andel av överskottslikviditeten har alltså hanterats via de dagliga finjusteringarna. Trots att det är fördelaktigare att placera pengarna i certifikaten till reporäntan än att placera dem i finjusteringarna till reporäntan minus 0,10 procentenheter har bankerna valt att i stor utsträckning placera pengarna i finjusteringarna. Detta är ett beteendemönster som etablerades under den finansiella krisen och som tyder på att bankerna i kristider är beredda att betala för att vara likvida. Detta beteende består alltså trots att förhållandena på de finansiella marknaderna nu är mer normala.

Riksbanken understödde bankernas utlåning under krisen

Det faktum att Riksbankens extraordinära utlåning per automatik gav upphov till ökad inlåning i Riksbanken (som tabell 1 ovan visar) kan vara svårt att förstå. "Vad är meningen med att Riksbanken lånar ut till bankerna om de omedelbart sätter in pengar-

15. Här skulle man kunna vänta sig att förändringar i valutareserven skulle påverka banksystemets placeringsbehov. Så är emellertid inte alltid fallet. Orsaken är att Riksbanken som regel inte gör några betydande valutatransaktioner mot kronor. Och alla förändringar i valutareserven som uppkommer på grund av värderingsförändringar motsvaras på skuldsidan av förändringar i posten Värdereregleringskonto, vilket vi har inkluderat i posten Övriga skulder i tabell 1.

16. Se Sellin (2009).

na?" kan vara en naturlig fråga. Ett enkelt exempel nedan i tabell 2 visar hur detta kan komma sig och hur den ökade utlåningen från Riksbanken bidrog till att hålla uppe utlåningen från bankerna till allmänheten.

Tabell 2. Exempel på utlåning från Riksbanken till bankerna

Balansräkningar före Riksbankens utlåning:				Balansräkningar efter Riksbankens utlåning:			
Bank A				Bank A			
Utlåning	100	Inlåning	50	Utlåning	100	Inlåning	50
		Lån från B	50			Lån från Rb	50
Bank B				Bank B			
Utlåning	50	Inlåning	100	Utlåning	50	Inlåning	100
Lån till A	50			Rb-certifikat	50		
Riksbanken				Riksbanken			
				Utlåning	50	Rb-certifikat	50

Anta att det finns två affärsbanker, A och B, som finansierar sin utlåning via inlåning från allmänheten (Bank B), men även från andra banker (Bank A, som lånar av Bank B). Båda bankerna lånar ut lika mycket. Anta nu att en kraftig förtroendekris uppstår som innebär att Bank B upphör att låna ut till Bank A. Istället placerar bank B sina pengar i riksbankscertifikat. Då lånar Riksbanken istället ut samma belopp till Bank A. Utan detta lån hade Bank A varit tvungen att minska sin utlåning eller hitta alternativ finansiering, vilket hade varit svårt. Exemplet är naturligtvis en grov förenkling, men en viktig poäng med exemplet är att Riksbankens utlåning gör nytta trots att de utlånade pengarna kommer tillbaka till Riksbanken i form av placeringar i riksbankscertifikat.

Exemplet visar även att vad Riksbanken gjorde när man lånade ut till bankerna var att ta på sig en del kreditrisk, en kreditrisk som bankerna inte längre ville ta. Riksbankens utlåning skedde dock alltid mot säkerhet och med goda räntemarginaler. Prissättningen av utlåningen innebar att den ränta Riksbanken erhöll på utlåningen översteg den ränta man samtidigt betalade för riksbankscertifikatet eller finjusteringen. Sammantaget har det inneburit att Riksbanken tjänat nästan 2,6 miljarder kronor på den extraordinära utlåningen i svenska kronor under den finansiella krisen.¹⁷

Balansräkningen och Riksbankens implementering av penningpolitiken i ett längre tidsperspektiv

Diagram 2 och 3 visar hur Riksbankens balansräkning utvecklats sedan 1999, med de huvudsakliga tillgångarna i diagram 2 och skuldposterna i diagram 3. Fram till hösten 2008 låg balansomslutningen på runt 200 miljarder kronor, men denna ökade dramatiskt under krisen till som mest 763 miljarder kronor i juli 2009. Orsaken står att finna i de lån i amerikanska dollar och svenska kronor som Riksbanken började erbjuda svenska banker i oktober 2008.¹⁸

En stor förändring i Riksbankens balansräkning jämfört med för 10 år sedan är att innehavet av värdepapper i inhemsk valuta inte finns kvar. Fram till i juni 2001 hade Riksbanken en portfölj av svenska statsskuldväxlar och statsobligationer. Rent principiellt kan Riksbanken köpa eller sälja värdepapper på marknaden för att påverka det finansiella systemets strukturella (mer varaktiga) låne- eller placeringsbehov gentemot Riksbanken. Riksbanken har dock inte använt sig av den här sortens marknadsoperationer under de senaste åren, även om det var en åtgärd som övervägdes under

17. Utlåningen i amerikanska dollar gav inte lika stor räntemarginal, i och med att en stor del kom från den amerikanska centralbanken Federal Reserve. I enlighet med det swap-avtal som Riksbanken ingick med Federal Reserve gick all ränta som Riksbanken fick av svenska banker oavkortat till Federal Reserve (se även Feds webbplats). Riksbanken gick alltså plus/minus noll på den utlåning i amerikanska dollar som finansierades via Federal Reserve. Riksbanken lånade även ut amerikanska dollar ur valutareserven. Intäkterna från utlåningen i amerikanska dollar blev 225 miljoner kronor.

18. Den stora ökningen av balansräkningen under den finansiella krisen tillhör de största i världen. Mätt som andel av BNP ökade Riksbankens balansräkning från ca 7 procent före krisen till som mest 25 procent. Motsvarande siffror för den amerikanska centralbanken är 7 respektive 15 procent av BNP. Se Finansiell Stabilitet 2010:2.

våren 2009 när reporäntan hade nått sin nedre gräns och det fanns behov av ytterligare penningpolitisk stimulans.¹⁹

En ytterligare post på tillgångssidan som har minskat under perioden, för att slutligen försvinna helt, är reporna. Vi har tidigare beskrivit hur dessa användes för att tillföra likviditet till banksystemet. Att repovolymerna minskade stadigt från 2001 till 2008 beror som ovan nämnts främst på de årliga utbetalningarna av vinstmedel till staten. Vi bör alltså förvänta oss att denna trend mot ett mindre finansieringsbehov hos bankerna, eller numera ett ökat placeringsbehov, kommer att fortsätta såvida inget görs för att förändra detta.

En sista observation på tillgångssidan är att valutareserven ökat avsevärt under 2009. Riksbanken lånade då motsvarande 100 miljarder kronor från Riksgälden för att förstärka Riksbankens valutareserv. Eftersom svenska banker finansierar en betydande del av sin utlåning i utländsk valuta behöver Riksbanken ha en tillräckligt stor valuta-reserv för att kunna möta eventuella behov från bankerna.

Om vi så går över till skuldsidan kan vi se att denna huvudsakligen består av posterna sedlar och mynt, eget kapital samt övriga skulder. Utestående sedlar och mynt uppgår till drygt 100 miljarder kronor och utgör därmed cirka hälften av balansomslutningen. Denna post är som synes väldigt stabil över tiden. Vi kan också konstatera att inlåningen i form av finjustering och riksbankscertifikat var betydande under den finansiella krisen.

Banksystemet har gått från underskott till överskott

Riksbankens penningpolitiska styrsystem är uppbyggt som så att i normala tider har transaktioner som har med implementeringen av penningpolitiken att göra haft väldigt liten effekt på Riksbankens balansräkning. Fram till sommaren 2008 uppgick de penningpolitiskt motiverade transaktionerna till endast några få miljarder kronor i veckan. Den extraordinära utlåningen under den finansiella krisen innebar att dessa ökade till flera hundra miljarder kronor om dagen. Nu när samtliga lån beviljade under den finansiella krisen förfallit uppgår det likviditetsöverskott som Riksbanken har att hantera till drygt 9 miljarder kronor. Beroende på hur Riksbankens vinstutbetalning till staten hanteras så kan detta likviditetsöverskott komma att öka ytterligare under det kommande halvåret. Jämfört med de flesta andra centralbanker, t.ex. ECB, har Riksbanken därmed ett styrsystem som innebär förhållandevis få och små transaktioner.²⁰

Efter mer än ett decennium där bankerna haft ett strukturellt underskott gentemot Riksbanken råder nu ett strukturellt överskott. Riksbanken kommer alltså inte att återgå till de veckovisa reporna, utan rutinen kommer att innebära emissioner av riksbankscertifikat varje tisdag, kompletterat med dagliga finjusteringar vid behov. Detta innebär att Riksbanken framöver kommer att betala, istället för att erhålla, ränta på de penningpolitiska transaktionerna. Detta har ingen betydelse för förmågan att styra räntan, men det påverkar Riksbankens balansräkning. Bland annat kommer det, allt annat lika, att minska kommande års vinster och inleveranser till statskassan.

19. Se Penningpolitisk uppföljning april 2009.

20. Även i förhållande till den genomsnittliga dagliga mängden transaktioner i RIX om cirka 570 miljarder kronor är de penningpolitiskt motiverade transaktionerna mycket små.

Diagram

Diagram 1. Riksbankens styrsystem för dagslånemarknaden

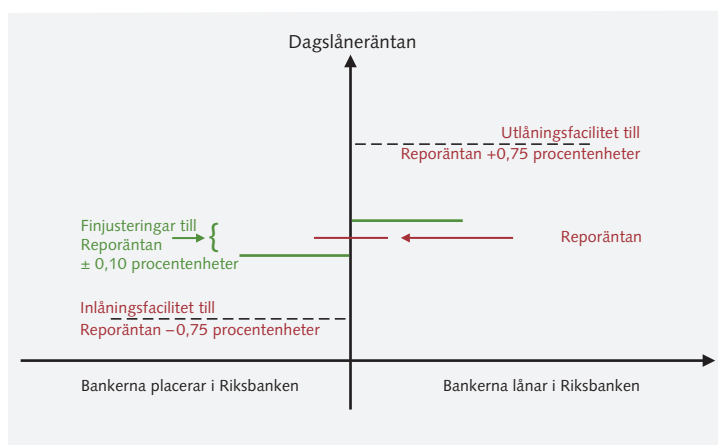
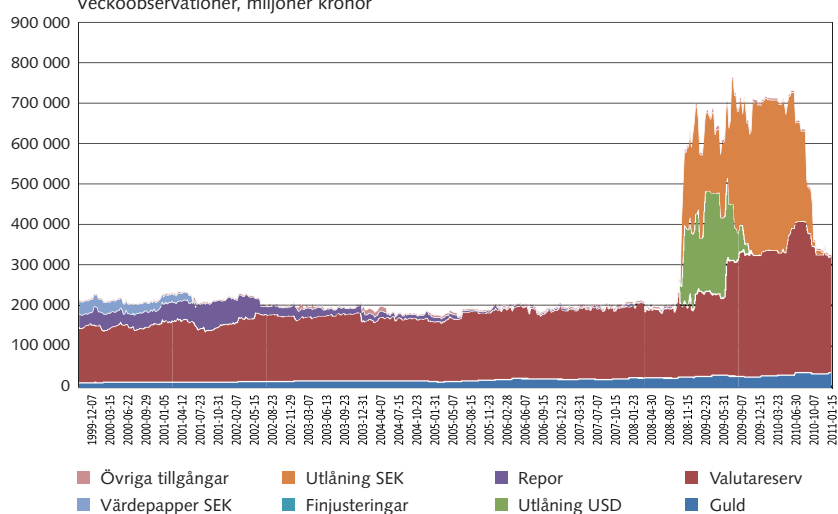
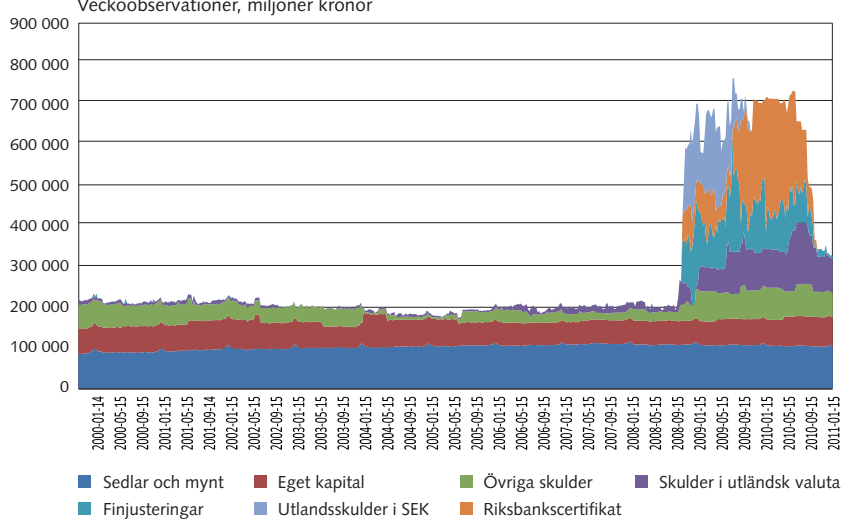


Diagram 2. Utveckling för Riksbankens tillgångar vecka 39 1999–vecka 2 2011
Veckoobservationer, miljoner kronor



Källa: Sveriges riksbank.

Diagram 3. Utveckling för Riksbankens skulder vecka 39 1999–vecka 2 2011
Veckoobservationer, miljoner kronor



Källa: Sveriges riksbank.



Referenser

Borio, C. och P. Disyatat (2009), "Unconventional monetary policies: an appraisal", BIS Working Paper No. 292, Bank for International Settlements.

Disyatat, P. (2008), "Monetary policy implementation: misconceptions and their consequences", BIS Working Paper No. 269, Bank for International Settlements.

Keister, T., A. Martin och J. McAndrews (2008), "Divorcing money from monetary policy", Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York.

Holmberg, K. (1996), "Riksbankens styrning av de korta räntorna" Penning- och Valutapolitik, nr 4, 1996, Sveriges Riksbank.

Mitlid, K. och M. Vesterlund (2001) "Räntestyrning i penningpolitiken - hur går det till?" Penning- och Valutapolitik, nr 1, 2001, Sveriges Riksbank.

Sellin, P. (2009), "Centralbankernas extraordinära åtgärder under den finansiella krisen", Ekonomisk kommentar nr 9, 2009, Sveriges riksbank.