

Banksystemets likviditetsöverskott och räntebildningen

VIRGINIA QUEIJO VON HEIDEKEN OCH PETER SELLIN*

Virginia Queijo von Heideken är senior specialist vid Inter-American Development Bank och Peter Sellin är rådgivare vid Riksbankens avdelning för marknader.

Under de senaste åren har det svenska banksystemet gått från ett strukturellt likviditetsunderskott gentemot Riksbanken till ett överskott. Det innebär att Riksbanken regelbundet drar in likviditet från banksystemet i stället för att som tidigare tillföra likviditet. Överskottet har växt över tiden därför att Riksbanken inte har använt avkastningen på sina tillgångar till att betala ut vinster till staten och till ränte- och förvaltningsutgifter. Dessa betalningar har i stället tillåtits påverka storleken på de penningpolitiska transaktionerna. Dessutom har allmänheten efterfrågat färre sedlar och mynt sedan 2007, vilket också har gjort att överskottet har växt. I den här artikeln försöker vi belysa om överskottet har haft några konsekvenser dels för det praktiska genomförandet av penningpolitiken, dels för genomslaget från reporäntan till interbankräntor med kort löptid.

Bakgrund till likviditetsöverskottet

I det här avsnittet ger vi först en kort beskrivning av hur det uppstod ett likviditetsöverskott i banksystemet och varför det skulle kunna vara problematiskt.

HUR BANKSYSTEMET HAMNADE I ÖVERSKOTT

Fram till sommaren 2008 hade banksystemet ett strukturellt *likviditetsunderskott* gentemot Riksbanken. Det innebar att Riksbanken hade en nettofordran på bankerna i svenska kronor. Fram till sommaren 2008 tillförde Riksbanken likviditet till banksystemet genom att köpa värdepapper från bankerna, och betalade genom att kreditera deras konton i betalningssystemet RIX. Samtidigt kom man överens om att bankerna skulle köpa tillbaka värdepapperen vid en senare tidpunkt. Det kallas för *penningpolitiska repor*. De hade vanligen en löptid på en vecka och priset bestämdes av den reporänta som Riksbankens direktion beslutat om. För att hantera dagliga variationer i banksystemets likviditet gjorde Riksbanken finjusterande transaktioner genom att låna ut eller in över natten till reporäntan plus/minus 10 räntepunkter. På så sätt kunde bankerna undvika att hamna i Riksbankens ut- eller inlåningsfacilitet där de i stället får betala reporäntan plus/minus 75 räntepunkter.¹

* Vi vill tacka Meredith Beechey och Paolo Giordani för intressanta diskussioner.

1 För en beskrivning av Riksbankens penningpolitiska styrsystem se Sellin och Åsberg Sommar (2012).

Sedan 2010 har i stället banksystemet haft ett strukturellt *likviditetsöverskott* gentemot Riksbanken, där Riksbanken regelbundet drar in likviditet från banksystemet. För att dra in överskottet från banksystemet erbjuder Riksbanken en gång i veckan *riksbankscertifikat* med en löptid på en vecka till reporäntan. Den del av överskottet som bankerna inte placerar i riksbankscertifikat lånar de ut till Riksbanken genom dagliga *finjusterande transaktioner* till reporäntan eller till Riksbankens *inlåningsfacilitet* till reporäntan minus 75 räntepunkter.²

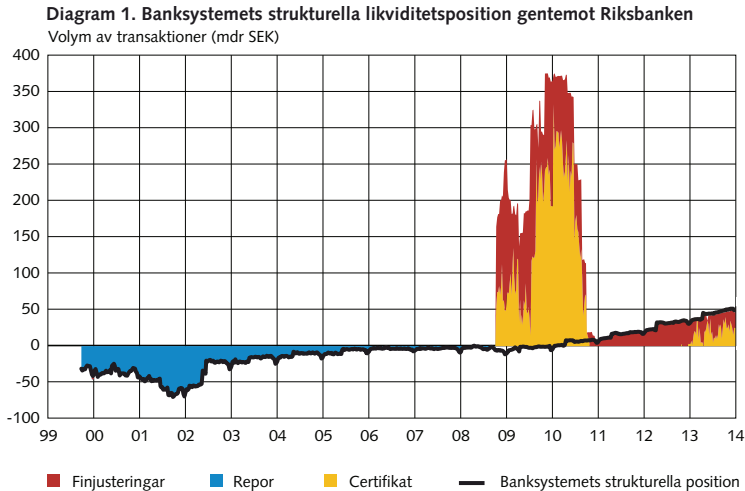


Diagram 1 visar hur banksystemets strukturella likviditetsposition gentemot Riksbanken har utvecklats över tiden.³ I september 1999 motsvarades Riksbankens nettofordran på bankerna av cirka 31 miljarder kronor i penningpolitiska repor. I juli 2014 motsvarades Riksbankens nettoskuld till bankerna av sammanlagt 53 miljarder kronor i riksbankscertifikat och finjusteringar. Det är en stor förändring i den strukturella positionen. Den grundläggande orsaken till den här förändringen har varit att Riksbanken inte har använt avkastningen på sina tillgångar till att betala ut vinst till staten. I stället har Riksbanken låtit vinstutbetalningar påverka storleken på sina penningpolitiska operationer, alltså storleken på finjusterande transaktioner och emissioner av riksbankscertifikat. Detsamma gäller för Riksbankens driftskostnader. När banksystemet hade ett likviditetsunderskott gentemot Riksbanken blev de penningpolitiska reporna mindre över tiden och därefter ökade storleken på inlåningen i form av riksbankscertifikat och finjusterande transaktioner. Under senare år har dessutom allmänheten efterfrågat färre sedlar och mynt, vilket också påverkar överskottets storlek. När en bank levererar in sedlar till Riksbanken krediterar nämligen Riksbanken bankens konto med motsvarande belopp och på så sätt ökar det svenska banksystemets likviditetsöverskott.

2 Sedan den 29 oktober 2014 görs de finjusterande transaktionerna till reporäntan i stället för som tidigare till reporäntan plus/minus 10 räntepunkter.

3 Vi har definierat banksystemets strukturella likviditetsöverskott som banksystemets nettofordran på Riksbanken i svenska kronor.

Varje år betalar Riksbanken in en del av sin vinst till staten. För att få pengar till det har Riksbanken inte sålt av några tillgångar, utan i stället skapat nya kronor. Rent praktiskt går det till så att Riksbanken krediterar Riksgäldskontorets konto i RIX. Eftersom ingen ränta betalas på det kontot brukar Riksgäldskontoret överföra de nyskapade kronorna till ett konto i en affärsbank. Då växer banksystemets likviditetsposition gentemot Riksbanken. Riksbanken betalar ut dessa vinstutbetalningar i april varje år och de har varit i genomsnitt 5,5 miljarder kronor per år under de senaste 10 åren. Det är relativt lätt att se vinstutbetalningarna till staten i diagram 1. Riksbankens förvaltningskostnader på cirka 700 miljoner kronor per år finansieras också genom att man skapar nya kronor. Sedan banksystemet fått ett likviditetsöverskott har Riksbanken dessutom fått räntekostnader i stället för ränteintäkter från sina marknadsoperationer. Även dessa kostnader finansieras med nya kronor.

Banksystemets strukturella överskott kommer att öka per automatik över tiden, om inte Riksbanken gör något för att bryta utvecklingen. Vinstutbetalningen i april 2014 på 3,3 miljarder kronor togs visserligen från tillgångarna, vilket medförde att överskottet inte ökade med motsvarande belopp det året, men Riksbankens direktion har inte fattat något principbeslut om att vinstutbetalningen ska tas från tillgångarna.

ÄR ETT VÄXANDE LIKVIDITETSÖVERSKOTT ETT PROBLEM?

Det är framför allt tre argument som brukar framföras till varför det kan vara ett problem att banksystemet har ett likviditetsöverskott gentemot centralbanken:⁴

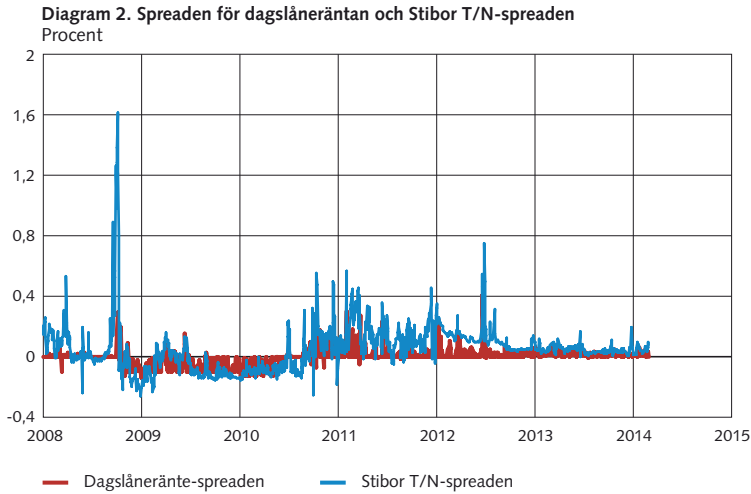
1. *Överskottet kan bli så stort att det sätter press nedåt på dagslåneräntan så att den hamnar nära centralbankens inlåningsränta i stället för målräntan.*

Det första argumentet gäller alltså räntebildningen. Riksbanken har som operationellt mål att dagslåneräntan ska ligga mitt emellan dess ut- och inlåningsräntor – mitt i den så kallade "räntekorridoren", alltså nära Riksbankens reporänta.⁵ Med mycket likviditet i banksystemet kommer dagslåneräntan att pressas ner mot inlåningsräntan. Det kunde vi konstatera under den finansiella krisen, när Riksbanken såg till att banksystemet hade gott om likviditet genom att låna ut extraordinärt mycket pengar i svenska kronor. Men på grund av att Riksbanken varje dag gjorde finjusterande transaktioner till reporäntan minus 10 räntepunkter så blev pressen på dagslåneräntan mycket begränsad. Under den finansiella krisen kunde vi konstatera att finjusteringsräntan faktiskt satte en nedre gräns för dagslåneräntan

⁴ Se till exempel Gray (2006) och Ganley (2002).

⁵ Med dagslåneräntan avser vi här räntan på lån över natten mellan bankerna för att utjämna deras ställning på konton i betalningssystemet RIX. Det är i bankernas eget intresse att utjämna ställningen eftersom de annars hamnar i Riksbankens stående faciliteter och får betala utlåningsräntan på underskott alternativt erhåller inlåningsräntan på överskott. Det blir mer fördelaktigt att genomföra ett så kallat dagslån (lån från en bankdag till nästa) med en annan bank till en ränta som ligger mellan Riksbankens ut- och inlåningsräntor.

(se diagram 2). Om bankerna dessutom placerar en större del av likviditetsöverskottet i riks-bankcertifikat så behöver Riksbanken dra in mindre likviditet från banksystemet vid slutet av varje dag, och dagslåneräntan hamnar närmare reporäntan.



2. Bankerna behöver låna mindre pengar från varandra på dagslånemarknaden och det leder till minskade incitament för dem att ha en god likviditetshantering. Det kan i sin tur få konsekvenser för räntor och funktioner på penningmarknaden, även för längre löptider.

Det andra argumentet gäller bankernas incitament. Bankerna får svagare incitament att lägga resurser på att sköta sin egen likviditetshantering på ett bra sätt om likviditet är lättillgänglig och förhållandevis billig. Bankerna brukar täcka upp sina kortfristiga likviditetsbehov genom att låna från andra aktörer, antingen med interbanklån utan säkerhet eller genom att emittera bankcertifikat. Med en betydande och förutsägbar mängd likviditet på ett konto i centralbanken får både en enskild bank och banksystemet i stort mindre incitament att planera och hantera sin likviditet aktivt. Norges Bank har erfarenhet av vilka problem som kan uppstå när bankerna får generös och billig tillgång till likviditet från centralbanken, se Norges Bank (2010). Norges Bank försökte styra dagslåneräntan genom att tillföra så mycket likviditet att dagslåneräntan pressades ner mot Norges Banks inlåningsränta. Men efter ett tag vände sig bankerna vid likviditetsnivån och dagslåneräntan började krypa uppåt igen. Norges Bank fick då tillföra ännu mer likviditet och så fortsatte det i en uppåtgående spiral.

3. Centralbanken betalar ränta när den drar in likviditet från banksystemet, till skillnad från när den tillför likviditet genom lån mot säkerhet eller penningpolitiska repor.

Det tredje argumentet gäller de ekonomiska konsekvenserna för centralbanken. Det är visserligen sant att centralbanken betalar ränta för att dra in likviditet från banksystemet. Men den likviditeten kan placeras i utländska statsobligationer vilket bör ge en högre avkastning för Riksbanken över tiden jämfört med riksbankscertifikat och finjusterande transaktioner.

Analys av likviditetsöverskottets effekter

I de följande avsnitten kommer vi att fokusera på vilka konsekvenserna blir av överskottet för räntebildningen och omsättningen. Vi ger en översikt av statistik som visar hur den korta penningmarknaden i Sverige ser ut och presenterar resultaten från en statistisk analys av sambanden mellan likviditetsöverskott å ena sidan och räntor och omsättning å den andra.

STATISTIK ÖVER LIKVIDITETSÖVERSKOTT, RÄNTEBILDNING OCH OMSÄTTNING

När man ska tillämpa penningpolitiken på den faktiska ekonomin är det första steget att direktionen fattar ett beslut om målet för dagslåneräntan. Denna ränta kommer i sin tur att påverka räntor på penningmarknaden med längre löptider. De viktigaste av dessa är räntan på lån från i morgon till nästa bankdag (tomorrow/next eller T/N) och räntan på lån med tre månaders löptid. De räntorna är viktiga referensräntor för finansiella kontrakt av olika slag, vilket gör att de kommer påverka räntor som olika beslutsfattare i ekonomin har att förhålla sig till. Ett likviditetsöverskott skulle kunna påverka penningmarknaden dels genom att ändra nivån på dagslåneräntan och andra räntor, dels genom att påverka aktiviteten på marknaden, det vill säga antalet transaktioner eller transaktionsvolymen. Med enkel deskriptiv statistik över den svenska penningmarknaden kan vi kasta ljus över dessa samband.

I tabell 1 nedan presenterar vi statistik för dagslåneräntan och omsättningen i dagslånemarknaden. Tabellen visar även statistik för spreadar för T/N, 1 månads och 3 månaders Stibor fixing.⁶ Statistiken omfattar perioden oktober 2007 till februari 2014 och är uppdelad i tre perioder:

- **Period 1:** tiden före krisen, då banksystemet hade ett likviditetsunderskott.
- **Period 2:** tiden mellan oktober 2008 och oktober 2010, då banksystemet hade ett stort likviditetsöverskott på grund av att Riksbanken lånat ut stora belopp till bankerna under den finansiella krisen.
- **Period 3:** tiden mellan oktober 2010 och januari 2014, då banksystemet hade ett mindre men växande likviditetsöverskott.

⁶ För en formell beskrivning av räntespreadar i penningmarknaden se appendix.

Utifrån tabellerna kan vi göra flera intressanta observationer om sambanden mellan likviditetsöverskottet och räntespreadarna:

- Spreaden för dagslåneräntan, det vill säga skillnaden mellan dagslåneräntan och Riksbankens reporänta, var nära noll under period 1 när banksystemet hade ett likviditetsunderskott före krisen, negativ under period 2 med extraordinära åtgärder, och positiv och något högre under period 3 (se diagram 2).
- T/N-spreaden, det vill säga skillnaden mellan T/N-räntan och Riksbankens reporänta var också negativ under period 2 och i genomsnitt positiv under period 3, men mindre volatil under period 1, innan krisen.
- Basis-spreadarna för 1 och 3 månaders löptid, det vill säga skillnaden mellan 1 respektive 3 månaders STIBOR-ränta och den förväntade genomsnittliga T/N-räntan för motsvarande period, var relativt liten under period 2 men mer volatila.
- Den totala omsättningen i dagslånemarknaden (liksom antalet transaktioner) var avsevärt högre under period 1, mycket låg under period 2 och något högre under period 3, men fortfarande mycket lägre än före krisen.

För att förklara nivån på de allra kortaste räntorna måste man förutom det totala likviditetsöverskottet också ta hänsyn till den del av överskottet som inte placeras i Riksbankens veckovisa certifikat, det vill säga likviditet som är tillgänglig i systemet varje dag. I den meningen är volymen av finjusterande transaktioner viktig för att kunna förklara hur likviditeten påverkar de allra kortaste räntorna.

Diagram 1 visar hur överskottet har placerats i certifikat eller i finjusteringar hos Riksbanken sedan 2008. I period 2 mellan oktober 2008 och september 2010, då banksystemet hade ett stort likviditetsöverskott gentemot Riksbanken, placerade bankerna ungefär 50 procent av överskottet i veckovisa certifikat. Efter det och fram till början av 2013 var överskottet ungefär lika stort som de finjusterande transaktionerna, eftersom bankerna inte längre bjöd i emissionerna av riksbankscertifikat. Men sedan början av 2013 har bankerna återigen placerat en större andel av överskottet i riksbankscertifikat.

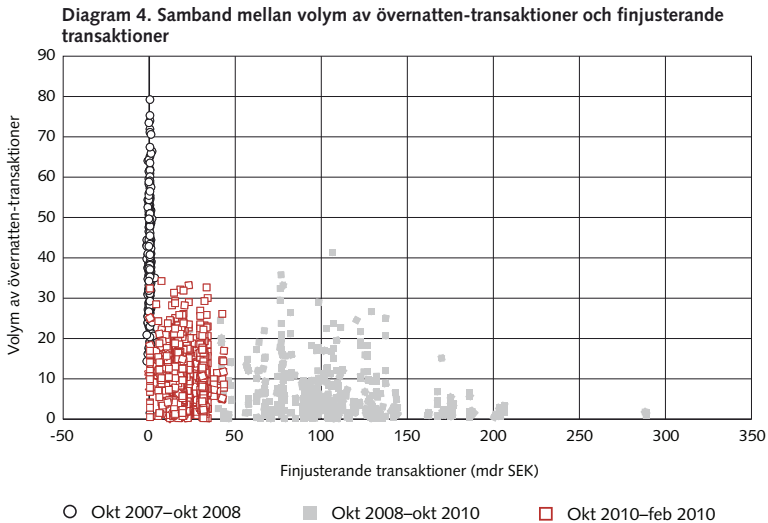
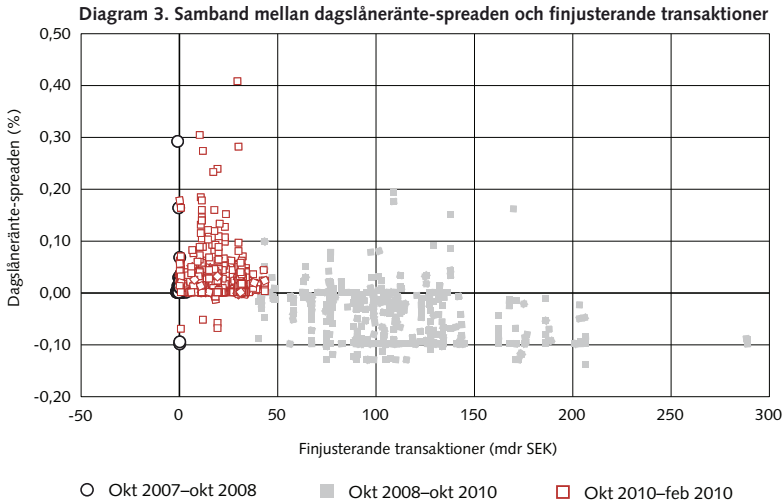
Tabell 1. Deskriptiv statistik för penningmarknader

DESKRIPTIV STATISTIK	PERIOD 1 OKT 07–SEP 08	PERIOD 2 OKT 08–SEP 10	PERIOD 3 OKT 10–FEB 14
S_t^{ON}	<u>DAGSLÄNERÄNTA - REPORÄNTA (BP)</u>		
Medel	0	-4	2
Median	0	-4	1
Min	-10	-14	-7
Max	29	19	41
Standardavvikelse	2	5	4
S_t^{TN}	<u>T/N RÄNTA - REPORÄNTA (BP)</u>		
Medel	12	-6	11
Median	6	-9	9
Min	-24	-26	-19
Max	161	80	75
Standardavvikelse	23	10	10
b_t^{1m}	<u>BASIS SPREAD 1 MÅNAD (BP)</u>		
Medel	17	16	15
Median	14	10	12
Min	-5	-5	-6
Max	45	108	56
Standardavvikelse	12	19	11
b_t^{3m}	<u>BASIS SPREAD 3 MÅNADER (BP)</u>		
Medel	39	38	35
Median	38	26	32
Min	22	11	9
Max	70	146	94
Standardavvikelse	10	28	20
Vol	<u>OMSÄTTNINGEN I DAGSLÄNEMARKNADEN (MDK)</u>		
Medel	39	5	11
Median	38	3	10
Min	1	0	0
Max	79	41	34
Standardavvikelse	14	6	6

Anm. Beteckningen bp står för "basis points", dvs. antal räntepunkter eller hundraedels procentenheter. Notationen i den vänstra kolumnen är avsedd att underlätta en jämförelse med de formella definitionerna i appendix. För varje variabel anges medelvärde, medianvärde, minimum, maximum samt standardavvikelse.

Diagram 3 och 4 visar sambandet mellan spreaden för dagslåneräntan respektive volymen av övernatten-transaktioner och finjusterande transaktioner.⁷ Diagrammen bekräftar det vi observerade i tabell 1: både spreaden och volymerna var lägre i period 2 där Riksbanken tillförde mycket likviditet till banksystemet. Men diagrammen visar också att relationen inte är linjär och dessutom skiljer den sig åt mellan perioderna. Vi analyserar det mer i detalj i nästa avsnitt.

7 Man får liknande diagram om man använder sig av den totala överskottslikviditeten i stället för finjusterande transaktioner.



ANALYS AV LIKVIDITETSÖVERSKOTT, RÄNTEBILDNING OCH OMSÄTTNING

I det här avsnittet beräknar vi empiriska samband mellan spreaden i dagslånemarknaden, handlade volymer och den totala överlikviditeten i systemet. Vi undersöker också effekten av likviditetsöverskottet på interbankkräntor med längre löptid.

Likviditetsöverskottets effekter på dagslåneräntan

I diagram 3 kan vi se att det finns ett icke-linjärt förhållande mellan spreaden och likviditeten i banksystemet. Dessutom verkar variansen av spreaden inte vara likadan under olika perioder. Vi skattar en modell som tar hänsyn till dessa fakta.

Resultaten rapporteras i tabell 2 kolumn 1.⁸ De verkar rimliga och ligger i linje med de resultat vi kunnat förvänta oss, även om de bör tolkas med försiktighet på grund av den korta tidsserien. Vi får en negativ relation mellan spreaden och likviditetsöverskottet, dvs. ju större överskottet är desto mindre blir spreaden. Det här förhållandet är inte linjärt och varierar beroende på tidsperiod. I period 1 och 3, där spreaden är positiv i genomsnitt, gör en extra miljard kronor i banksystemet att spreaden minskar med 0,07 räntepunkter. Det betyder att när överskottet växte med 17 miljarder under 2013, pressades dagslåneräntan ner med cirka 1,2 räntepunkter. Men det gav bara en begränsad effekt på dagslåneräntan. Tack vare att Riksbanken varje dag genomförde finjusterande transaktioner till reporäntan minus 10 räntepunkter fungerar finjusteringsräntan som en nedre gräns för dagslåneräntan.

När vi lägger till kvoten mellan volymen emitterade riksbankscertifikat och det totala likviditetsöverskottet som en ytterligare variabel i modellen finner vi ett positivt samband mellan denna variabel och spreaden. Den variabeln kallas "teckningskvot" i modellen. När hela överskottet till exempel absorberas av de riksbankscertifikat som emitteras varje vecka tar den nya variabeln värdet ett och spreaden ökar då med 2,1 räntepunkter i genomsnitt.

Den här relationen är starkare i period 2. Då var den genomsnittliga spreaden bara -3 räntepunkter, trots att den extra likviditeten i systemet var i genomsnitt cirka 250 miljarder kronor. Det beror på att bankerna under den perioden placerade mer pengar i riksbanks-certifikat, och det neutraliserade likviditetsöverskottets effekt på spreaden.⁹ Det är ett intressant resultat med tanke på att bankerna sedan 2013 har visat ett större intresse för de veckovisa emissionerna av riksbankscertifikat. Det skulle nämligen kunna neutralisera en eventuell effekt av ett ökande överskott på spreaden för dagslåneräntan.

8 Vi får liknande resultat om vi i stället börjar tidsserien 2011.

9 Till exempel, under denna period var effekten av ett genomsnittligt likviditetsöverskott på cirka 250 miljarder kronor -7,5 punkter ($250 * (-0,07+0,04)$) och effekten av den genomsnittliga användningen av riksbankscertifikat på cirka 50 procent var 5,1 punkter ($50 \% * (2,07+8,22)$).

Tabell 2. Likviditetsöverskott, räntebildning och omsättning

VARIABEL	SPREAD O/N	SPREAD T/N	BASIS SPREAD 1M	OMSÄTTNINGEN O/N
C		1,82 (0,50)	0,53 (0,18)	20,74 (1,17)
IMM	2,32 (0,25)	7,15 (0,68)		1,94 (0,80)
DUM2	-2,56 (0,32)	-3,84 (1,16)		-17,35 (1,22)
DUM3	2,83 (0,21)	3,43 (0,88)	0,69 (0,27)	-14,28 (1,04)
Beroende variabel (-1)	0,24 (0,03)	0,71 (0,01)	0,94 (0,01)	0,39 (0,03)
Beroende variabel (-2)	0,08 (0,02)	0,08 (0,01)		0,10 (0,03)
ÖL	-0,07 (0,01)	-0,12 (0,03)		-0,06 (0,02)
ÖL*DUM2	0,04 (0,01)	0,12 (0,03)		0,05 (0,02)
Teckningskvot	2,07 (0,36)	2,96 (1,07)		4,33 (0,71)
Teckningskvot*DUM2	8,22 (0,68)			
Riskp US		0,59 (0,17)	0,84 (0,08)	
VARIANSEKVATION				
C	5,92 (0,10)	0,96 (0,23)	0,47 (0,06)	0,87 (0,20)
RESID(-1)^2	0,66 (0,05)			0,11 (0,02)
GARCH(-1)		0,98 (0,01)	0,95 (0,01)	0,88 (0,01)
Justerad R-kvadrat	0,47	0,77	0,95	0,75

Anm. Tidsserier för perioden 8/10 2007 – 28/2 2014. Standardfel inom parenteser. Alla koefficienter är signifikanta på 5 procents signifikansnivå. IMM = dummyvariabel för IMM-dag, DUM2 = dummyvariabel för period 2, DUM3=dummyvariabel för period 3, ÖL=likviditetsöverskott, teckningskvot = emitterad volym riksbankscertifikat/ÖL, riskp US = standardiserade riskpremien på interbankmarknaden i USA. Spreader i räntepunkter och volymen i mdr SEK.

Likviditetsöverskottets effekter på räntor med längre löptider

Den skattade effekten av överskottet på T/N-spreaden är betydligt större än den skattade effekten på spreaden för dagslåneräntan. Det syns också i tabell 2, som visar att i period 1 och 3 gör en extra miljard kronor i banksystemet att T/N-spreaden minskar med 0,12 räntepunkter. Variabeln "teckningskvot" visar också en större skattad effekt på T/N-spreaden jämfört med spreaden för daglåneräntan. Dagarna innan en IMM-dag ökar T/N-spreaden med i genomsnitt 7 räntepunkter. Vi inkluderar också en variabel för att fånga den internationella riskpremien genom att räkna in den standardiserade riskpremien på interbankmarknaden i USA (benämnd "riskp US"). Vi finner att om den variabeln ökar med en standardavvikelse så ökar T/N-spreaden med 0,6 räntepunkter. Det betyder att internationella ökningarna av spreadar på olika penningmarknader smittar av sig till Sverige i viss grad.

När vi beräknar effekten av överskottet på basis-spreaden med 1 månads löptid kan vi inte finna någon signifikant effekt. Resultatet visas i tabell 2, kolumn 3. Det innebär att överskottet kan ha en indirekt effekt på nivåerna på de längre räntorna genom nivåerna på dagslåneräntan och T/N-räntan, men ingen effekt utöver det. Vårt skattade resultat bekräftar också att förhöjda riskpremier i omvärlden smittar av sig till svenska marknader, men inte i någon större utsträckning. En ökning med en standardavvikelse i vårt mått på riskpremien för USA ökar basis-spreaden med 1 månads löptid med 0,8 räntepunkter. Dessutom får vi liknande resultat för basis-spreadar med 3 och 6 månaders löptid, fast det redovisas inte här.

Likviditetsöverskottets effekter på dagslånemarknaden

Tabell 2 visar resultaten av en regression där den variabel vi försöker förklara är den dagliga volymen som omsätts på dagslånemarknaden i RIX. Där ser vi att interceptet är olika i de tre perioderna, och högre i period 1. Det överensstämmer också med resultatet i tabell 1. Under period 1 och 3 gör en ökning av likviditetsöverskottet med en miljard kronor att den dagliga omsättningen minskar med 60 miljoner kronor. Dessutom finns det en positiv och statistiskt signifikant respons av omsättningen till vår variabel "teckningskvot": De dagar då det mesta av likviditetsöverskottet har dränerats med hjälp av riksbankscertifikat har i genomsnitt en omsättning som är 4 miljarder kronor högre.

Sammanfattningsvis är de viktigaste resultaten:

- Ett större strukturellt överskott har förknippats med nedpressade korta interbankräntor i svensk data sedan 2008. Den effekten är dock liten när merparten av överskottet har placerats i riksbankcertifikat.
- Vi finner ingen effekt av ett större likviditetsöverskott på basis-spreadar med 1 till 6 månaders löptid. Det innebär att likviditetsöverskottet kan ha en indirekt effekt på de längre räntornas nivåer genom nivåerna på O/N- och T/N-räntorna, men troligtvis ingen extra effekt utöver det.
- Ju större överskottet är desto mindre blir omsättningen bland penningpolitiska motparter i daglånemarknaden. Men den effekten är också liten när merparten av överskottet placeras i riksbankcertifikat.

De här resultaten antyder att ett växande likviditetsöverskott i framtiden skulle kunna medföra en minskad aktivitet på interbankmarknaden och en dagslåneränta (och T/N-ränta) som ligger nära finjusteringsräntan. Men det behöver inte bli fallet om bankerna bjuder i Riksbankens veckovisa emissioner av riksbankscertifikat i större utsträckning. Resultaten bör dock tolkas försiktigt eftersom de flesta av observationerna sammanfaller med den period som präglades av den finansiella krisen, och det kan ha påverkat omsättningsvolymerna.

En internationell jämförelse

I det här avsnittet gör vi en jämförelse mellan utvecklingen i andra länder och ser vilka effekter ett likviditetsöverskott har gett där och hur det har hanterats.

BANKSYSTEMETS STRUKTURELLA LIKVIDITETSPOSITION

Tvårtemot vad som verkar vara den vanliga uppfattningen så är det inte ovanligt att banksystemet har ett likviditetsöverskott gentemot centralbanken. I tabell 3 listar vi samtliga OECD-länder och anger om deras bankssystem har ett strukturellt överskott eller underskott. De OECD-länder som använder euron ingår i Eurosystemet sist i tabellen.¹⁰ Vi kan

¹⁰ OECD-länder som är medlemmar i eurosystelet utgörs av Belgien, Estland, Finland, Frankrike, Irland, Luxemburg, Nederländerna, Portugal, Slovakien, Slovenien, Spanien, Tyskland och Österrike.

konstatera att för 13 av de 20 länderna hade banksystemet ett likviditetsöverskott gentemot centralbanken vid slutet av 2012.

Tabell 3. Banksystemets strukturella likviditetsposition i OECD-länderna 2012, i procent av centralbankens balansräkning, samt öppna marknadsoperationer (OMO), etc.

LAND	BANKSYSTEM NETTO	I PROCENT AV CB:S BR	OMO	STRUKTURELLA OPERATIONER	KASSA-KRAV
<i>Australien</i>	<i>Underskott</i>				
Chile	Överskott	12	R, TD	CBO	Ja
Danmark	Överskott	37	TL, CD		Nej
<i>Island</i>	<i>Underskott</i>				
Israel	Överskott	74	TD	CBC	Ja
<i>Japan</i>	<i>Underskott</i>				
<i>Kanada</i>	<i>Underskott</i>				
<i>Mexiko</i>	<i>Underskott</i>				
Nya Zeeland	Överskott	52	R, RR, CBC	FXS, FXBS	Nej
Norge	Överskott	7*	TL, CD		Nej
Polen	Överskott	34	CBC, FT		Ja
Sverige	Överskott	8	CBC, FT		Nej
Schweiz	Överskott	43		FX	Ja
Storbritannien	Överskott	75		AP	Ej f.n.
Sydkorea	Överskott	5	RR, TD	CBO	Ja
Tjeckien	Överskott	27	RR		Ja
<i>Turkiet</i>	<i>Underskott</i>				
Ungern	Överskott	27	CBC		Ja
USA	Överskott	51		AP	Ja
<i>Eurosystemet</i>	<i>Underskott</i>				

Anm. Använda förkortningar: R (repo), RR (reverse repo), TL (term loan), TD (term deposit), CD (certificate of deposit), CBC (centralbanks-certifikat), CBO (centralbanksobligationer), FXS (FX-swappar), FXBS (FX-basisswappar), FT (fine tuning), AP (asset purchase).

* Statens pensionsfond har exkluderats från balansräkningens totala tillgångar.

I tabell 3 redovisar vi likviditetsöverskottets storlek som andel av respektive centralbanks balansomslutning. Beräknat på det viset kan vi konstatera att Sverige, Chile, Norge och Sydkorea har de minsta överskotten. I Chile och Sydkorea hålls överskotten på en låg nivå genom att centralbanken emitterar centralbanksobligationer.

Norge har (i likhet med Nya Zeeland) ett penningpolitiskt styrsystem som brukar kallas golvsystem. Där skapar man medvetet ett likviditetsöverskott i banksystemet och dagslåneräntan pressas på så vis ner mot golvet i räntekorridoren, det vill säga mot centralbankens inlåningsränta som fungerar som målränta.

Det svenska överskottet är på en relativt låg nivå tack vare att valutareserven delvis finansieras genom upplåning i utländsk valuta. Den vanligaste orsaken till att banksystemet har ett likviditetsöverskott är annars att centralbankens valutareserv växer. Vanligen beror det på att ett inflöde av utländsk valuta först har tenderat att pressa upp värdet på den inhemska valutan. Centralbanken har då valt att köpa utländsk valuta med nyskapade pengar för att hålla nere värdet på den inhemska valutan (Chile, Israel, Polen, Schweiz, Sydkorea, Tjeckien och Ungern). De nyskapade pengarna gör att likviditetsöverskottet ökar.¹¹

11 Den starkaste faktorn som i stället verkar mot ett underskott är att allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt vanligen växer i takt med den nominella nationalinkomsten.

Det kan bli dyrt för centralbanken att låna in överskottet i länder som har ett relativt högt ränteläge gentemot de länder vars obligationer ingår i centralbankens valutaresev. Det har fått till följd att Banco de Chile, Bank of Israel och Czech National Bank (CNB) har ett negativt eget kapital som uppgår till respektive 19, 13 och 12 procent jämfört med de totala tillgångarna. Det behöver dock inte vara något allvarigare problem om det är ett övergående fenomen. CNB:s chef Miroslav Singer menar att "the real capital of a central bank is its credibility and reputation, not a figure on its balance-sheet" (Singer, 2011).

HUR HAR IMPLEMENTERINGEN AV PENNINGPOLITIKEN OCH RÄNTEBILDNINGEN FUNGERAT?

I ett arbetspapper från den Tjeckiska centralbanken konstaterar Babecká Kucharcuková et al. (2013) att räntebildningen har fungerat väl. De empiriska undersökningar som gjorts täcker ungefär perioden 1995–2010, vilket sammanfaller med en period när banksystemet hade ett likviditetsöverskott. Under den finansiella krisen försvagades dock genomslaget via räntebildningen på grund av ökande riskpremier. Även i Sydkorea har räntebildningen fungerat väl. Enligt en rapport från Bank of Korea (2012) har räntekanalerna och förväntningskanalen ökat i betydelse under senare år. När Bank of Korea införde ett mål för dagslåneräntan 1998 blev de ekonomiska agenterna mer räntekänsliga och transmissionen från styrräntan via penningmarknadsräntor till bankernas in- och utlåningsräntor har fungerat friktionsfritt sedan dess. National Bank of Poland (NBP) hade tidigare problem med att dagslåneräntan POLONIA ofta pressades ned mot inlåningsräntan vid slutet av kassakravsperioderna. Det berodde på att bankerna inte var så intresserade av att bjuda på NBP:s certifikat under den sista veckan i kassakravsperioden. De ville i stället hålla en likviditetsbuffert för att gardera sig mot att behöva låna i utlåningsfaciliteten. Därför införde NBP i december 2010 finjusterande transaktioner i slutet av kassakravsperioderna och lyckades därmed stabilisera POLONIA nära styrräntan.

Det kan vara förhållandevis lätt att styra de kortaste räntorna med en hög grad av överlikviditet i banksystemet. Det visar erfarenheterna från den amerikanska penningmarknaden. Under 2012 kunde Fed hålla dagslåneräntan inom målområdet 0 till 0,25 procent utan att genomföra några öppna marknadsoperationer med kortare löptider (Federal Reserve Bank of New York, 2013). Frågan är dock hur väl räntan på reserver kommer att fungera som ett golv för den amerikanska dagslåneräntan när Fed börjar höja räntorna. Det finns aktörer i den amerikanska dagslånemarknaden som inte får ta emot ränta på reserver. De kommer alltså vara villiga att låna ut på marknaden till en ränta som ligger under räntan på reserver. Det gäller då att andra aktörer som får ränta på sina reserver lånar upp pengar på marknaden och placerar i Fed så att dagslåneräntan inte faller under golvet. Samma problematik finns i Storbritannien. Bank of Englands motparter rapporterar att de inte är villiga att arbitragera bort en låg dagslåneränta förrän den ligger cirka 10 räntepunkter under räntan på reserver. För att motverka det problemet vill Bank of England utöka sin krets av motparter så att fler får direkt tillgång till ränta på reserver (Jackson och Sim, 2013).

HUR HAR FUNKTIONALITETEN PÅ PENNINGMARKNADEN PÅVERKATS?

Ett genomgående mönster tycks vara att transaktionsvolymerna på penningmarknaden minskar när bankerna har mindre behov av att utjämna likviditeten mellan varandra. När likviditetsöverskottet är stort kommer ju de flesta banker att ha ett likviditetsöverskott vid slutet av dagen (eller kassakravperioden) och det är inte många som behöver låna. Det är särskilt lånevolymerna på den osäkrade marknaden som minskar, medan det finns en tendens till att bankerna ökar andelen lån som görs mot säkerhet.

Bank of England rapporterar att icke-banker, som till exempel penningmarknadsfonder och icke-finansiella företag, fortfarande är relativt aktiva och lånar ut pengar till banker utan säkerhet (Jackson och Sim, 2013). Trots att bankerna inte har några direkta behov av att låna pengar så fortsätter de att låna en del på marknaden. Det gör de dels för att vårda existerande kundrelationer, dels för att säkra möjligheten att kunna utnyttja lånet som finansieringskälla om det skulle behövas i framtiden. När fler banker vill låna ut mot säkerhet har efterfrågan på säkerheter ökat. Det i sin tur har gjort att de som lånar ut pengar mot säkerhet får en något lägre ränta än tidigare. Preferensen för säkrad utlåning kan till viss del förklaras av de nya regleringarna för likviditet, och man kan därmed förvänta sig att säkrad utlåning kommer att vara ett attraktivt alternativ även när likviditetsöverskottet har återgått till en mer normal nivå. Icke-banker i Storbritannien har inte övergått till att låna ut mot säkerhet i särskilt stor utsträckning på grund av att de inte har de system och den kompetens på plats som krävs för detta.

I Polen är interbankmarknaden för osäkrad inlåning en lokal marknad med ett litet antal aktiva deltagare. Marknaden karakteriseras av en mycket ojämn fördelning av likviditet och handeln är därför beroende av transaktioner med ett par stora banker med strukturellt likviditetsöverskott. Men daglig handel sker på denna marknad, huvudsakligen på löptiden över natten. På löptider längre än en vecka sker knappt någon handel alls. Däremot finns det en likvid, säkrad marknad, framför allt i FX-swappar (National Bank of Poland, 2011).

Slutord

Ett större strukturellt likviditetsöverskott i det svenska banksystemet har förknippats med nedpressade korta interbankräntor sedan 2007. Den effekten blir dock liten när merparten av överskottet placeras i riksbankcertifikat. Vi finner ingen effekt av ett högre likviditetsöverskott på basis-spreadar med 1 till 6 månaders löptid. Det innebär att likviditetsöverskottet kan ha en indirekt effekt på nivåerna på de längre räntorna genom nivåerna på O/N- och T/N-räntor, men sannolikt ingen effekt utöver det. Ju större överskottet är desto mindre blir omsättningen bland de penningpolitiska motparterna i daglånemarknaden. Men den effekten blir också liten när merparten av överskottet placeras i riksbankcertifikat. Det är vad vi har observerat sedan början av 2013. Liknande mönster syns också i andra länder som har haft ett likviditetsöverskott i banksystemet under en längre tid.

Referenser

Babecká Kucharcuková, Oxana, Michal Franta, Dana Hájková, Petr Král, Ivana Kubicová, Anca Podpiera och Branislav Saxa (2013), "What we know about monetary policy transmission in the Czech Republic: collection of empirical results," Research and Policy Notes 1, Czech National Bank.

Bank of Korea (2012), *Monetary policy in Korea*.

Federal Reserve Bank of New York (2013), *Domestic open market operations during 2012*.

Ganley, Joe (2002), *Surplus liquidity: implications for central banks*, Lecture series no. 3, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

Gray, Simon T. (2006), *Central bank management of surplus liquidity*, Lecture series no. 6, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

Jackson, Christopher och Mathew Sim (2013), "Recent developments in the sterling overnight money market," Bank of England *Quarterly Bulletin* 2013 Q3, s. 223–232.

National Bank of Poland (2011), *Financial System Development in Poland 2010*.

Norges Bank (2010), 'Changes in "Regulation on the Access of Banks to Borrowing and Deposit Facilities in Norges Bank etc.,"' Consultative document, 1 October 2010.

Sellin, Peter och Per Åsberg Sommar (2012), "Översyn av Riksbankens penningpolitiska styrsystem," *Penning- och valutapolitik*, 2012:2, s. 44–67.

Singer, Miroslav (2011), "The Czech republic outside EMU – a success story born from painful lessons. A Czech view on resolving the euro crisis," tal av tjeckiska centralbankschefen på Reform Club, London, 28 juni 2011.

APPENDIX: Samband mellan olika räntor på penningmarknaden

Dagslåneräntan¹², R_t^{ON} , kan delas upp i målet för dagslåneräntan, Riksbankens reporänta R_t^* , plus dagslåneräntans avvikelse från reporäntan, som vi betecknar med s_t^{ON} :

$$(1) \quad R_t^{ON} = R_t^* + s_t^{ON}.$$

T/N-räntan kan skrivas som ett framåtblickande paritetsvillkor, där T/N-räntan är lika med den förväntade dagslåneräntan i morgon givet informationsmängden Ω_t :

$$(2) \quad R_t^{TN} = E[R_{t+1}^{ON} | \Omega_t] + v_t = E[R_{t+1}^* | \Omega_t] + s_t^{TN},$$

där v_t betecknar avvikelserna från paritetsvillkoret och där vi i nästa steg har använt ekvation (1) för att härleda $s_t^{TN} = E[s_{t+1}^{ON} | \Omega_t] + v_t$, som är T/N-räntans avvikelse från den förväntade reporäntan.

Vi kan skriva en interbankränta med löptiden N som:

$$(3) \quad R_t^N = E\left\{\frac{1}{N} \sum_{k=0}^{N-1} R_{t+k}^{ON} | \Omega_t\right\} + s_t^N,$$

det vill säga som den genomsnittliga förväntade dagslåneräntan och avvikelserna av R_t^N från den förväntade, spreaden s_t^N . Spreaden s_t^N kallar vi kreditspread, och däri ryms premier för kreditvärdighet av banker som lånar utan säkerhet och andra efterfråge- och utbudsfaktorer som påverkar räntan på denna löptid. Ett speciellt fall av ekvation (3) är när vi skriver om den för att uttrycka förväntan i termer av den förväntade T/N-räntan

$$(4) \quad R_t^N = E\left\{\frac{1}{N} \sum_{k=0}^{N-1} R_{t+k}^{ON} | \Omega_t\right\} + b_t^N.$$

Då utgör den första termen en förväntan av T/N-räntan över period N , som liknar en N -dags STINA swap och b_t^N är det vi brukar kalla "basis-spreaden" i den svenska penningmarknaden.¹³

12 Dagslåneräntan är definierad som räntan från en bankdag till följande bankdag för icke säkerställda lån i svenska kronor mellan Riksbankens penningpolitiska motparter.

13 Vi har inte tagit hänsyn till de exakta likviddagarna i denna teoretiska framställning.