

Den svenska marknaden för likviditetsutjämning mellan banker över natten 2007–2010

JOHANNA EKLUND OCH PER ÅSBERG SOMMAR*

I denna artikel används statistik över genomförda transaktioner från Riksbankens betalningssystem RIX för att studera dagslånemarknadens funktionssätt och om penningpolitiken är effektivt genomförd. Studien visar att dagslåneräntan rört sig inom spannet för vad Riksbanken bedömer vara effektivt genomförd penningpolitik såväl före som under krisen. Samtidigt visar resultaten att både dagslåneräntans avvikelse från reporäntan och volatiliteten i dagslåneräntan har ökat sedan den finansiella krisen bröt ut.

Studien visar även att aktiviteten på dagslånemarknaden har varit låg under den finansiella krisen. Aktiviteten ökade först i oktober 2010 då Riksbankens sista fasträntelån med ett års löptid förföll. Bankernas likviditetsplanering förefaller dock ha förändrats en del efter krisen. Banker som tidigare systematiskt finansierat stora underskott på dagslånemarknaden gör det i betydligt mindre utsträckning sedan oktober 2010.

Inledning

För att förklara hur räntebildningen från reporänta till längre marknadsräntor fungerar är det viktigt att förstå hur marknaderna för korta löptider fungerar. Det är särskilt viktigt att studera den marknad som Riksbanken har störst möjlighet att styra, det vill säga den svenska marknaden för likviditetsutjämning mellan banker över natten (overnight) – dagslånemarknaden.

Marknadsräntor med längre löptider bestäms i huvudsak av förväntningar om framtida dagslåneräntor och riskpremier förknippade med respektive löptid. Ett styrsystem där dagslåneräntan är stabil och förutsägbar bidrar därför till att stabilisera räntebildningen på längre löptider. För att dagslåneräntan ska utgöra ett stabilt ankare för räntebildningen på längre löptider strävar Riksbanken efter att dagslåneräntan ska ligga nära och stabilt kring reporäntan. Den indikator som Riksbanken använder i dag för att bedöma om penningpolitiken genomförs effektivt säger att dagslåneräntan inte bör avvika mer än 10 räntepunkter under eller över reporäntan. En viktig del i utvärderingen av hur effektivt Riksbanken implementerar penningpolitiken är därför att löpande bevaka hur dagslåneräntan utvecklas i förhållande till reporäntan.

* Författarna är verksamma på avdelningen för finansiell stabilitet och avdelningen för penningpolitik vid Sveriges riksbank.

Även om en stabil dagslåneränta är en viktig förutsättning för en effektivt genomförd penningpolitik, är det dock inte det enda kriteriet. Ett lika viktigt kriterium är hur dagslåneräntan påverkar räntorna på längre löptider. Om det finns friktioner eller begränsningar som gör att dagslåneräntan inte avspeglas i de längre räntorna kan det vara ett tecken på ineffektivitet. Denna studie fokuserar dock enbart på dagslånemarknaden.

För att kunna utvärdera hur dagslånemarknaden fungerar och om penningpolitiken genomförs effektivt är det dock inte tillräckligt att enbart studera prissättningen. Det är även viktigt att studera aktiviteten på dagslånemarknaden i termer av omsättning och antalet transaktioner. Friktioner i likviditetsutjämningen mellan banker över natten skulle visserligen märkas genom att dagslåneräntan påverkas, men den ger ingen information om vad som ligger bakom. Genom att följa aktiviteten och bankernas beteende på dagslånemarknaden kan Riksbanken bättre bilda sig en uppfattning om likviditetsutjämningen mellan bankerna. Riksbanken kan då även få en uppfattning om i vilken utsträckning enskilda banker har incitament att ägna sig åt strategier för att gynna sina egna intressen på bekostnad av att dagslånemarknad fungerar sämre.¹

I denna artikel använder vi transaktionsdata från Riksbankens betalningssystem RIX för att utvärdera dagslånemarknadens funktionssätt och för att kartlägga likviditetsutjämningen mellan banker över natten. Vi använder samma data för att ta fram mått på hur effektivt penningpolitiken implementeras genom att titta på hur mycket dagslåneräntan på marknaden för likviditetsutjämning över natten avviker från reporäntan. Riksbanken har inte tidigare använt transaktionsdata i den löpande analysen och ett avsnitt i artikeln beskriver därför den data som används.²

Artikeln innehåller fem avsnitt. Det första avsnittet innehåller en kort beskrivning av den svenska marknaden för likviditetsutjämning över natten, det vill säga dagslånemarknaden. Avsnitt två beskriver den statistik som ligger till grund för studien. I det tredje avsnittet analyseras den genomsnittliga dagslåneräntan och dess avvikelse från reporäntan. Det fjärde avsnittet innehåller en analys av mikrostrukturen på dagslånemarknaden. Där analyseras transaktionsvolym, omsättning och de vilken betydelse de olika aktörernas beteende har för likviditetsutjämningen. Avsnitt fem innehåller en avslutande diskussion med slutsatser.

1. Marknaden för likviditetsutjämning över natten och Riksbankens styrränta

Marknaden för likviditetsutjämning över natten – även kallad dagslånemarknaden – är den marknad där banker hanterar tillfälliga över- och underskott i sin likviditet i svenska kronor. Behovet av en dagslånemarknad uppstår till följd av de betalningar i svenska kronor

1 Henckel m.fl. (1992) diskuterar hur bankernas förhandlingsstyrkor sinsemellan kan påverka räntan för lån över natten och centralbankens roll för att upprätthålla en väl fungerande dagslånemarknad.

2 Eklund (2009) använder transaktionsdata från betalningssystemet RIX för att analysera den svenska dagslånemarknaden. Särskilt fokus läggs på spridningsrisker mellan bankerna till följd av deras exponeringar sinsemellan i form av lån över natten i svenska kronor.

som bankerna varje dag hanterar för sin egen eller för sina kunders räkning. Betalningar i svenska kronor mellan banker görs genom överföringar mellan deras konton i Riksbankens betalningssystem RIX. Riksbanken tillhandahåller betalningsmedel i svenska kronor och bestämmer villkoren för bankernas in- och utlåning på deras konton i RIX. Detta utgör också kärnan i Riksbankens möjligheter att styra räntan.³

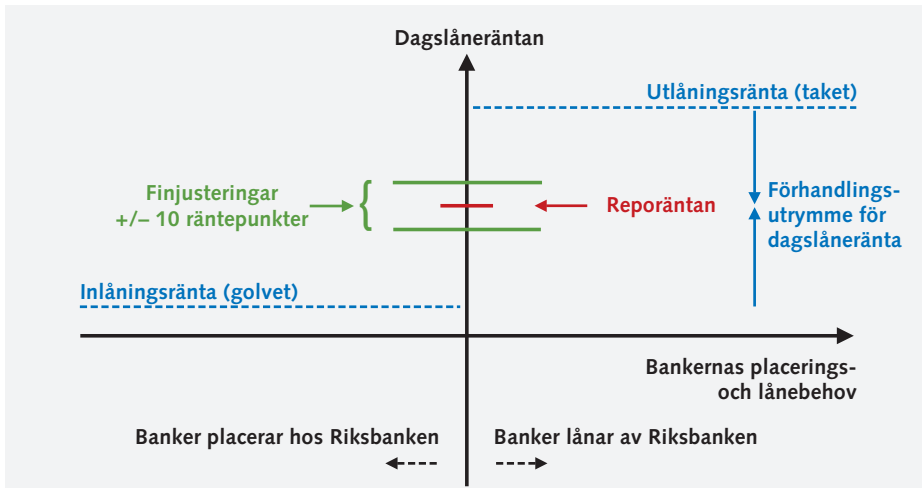
Bankerna gör prognoser över sina betalningsflöden och planerar sin likviditet över en längre period. I den utsträckning ingående och utgående betalningar under dagen inte helt stämmer överens uppstår emellertid ett över- eller underskott av likviditet som bankerna måste hantera. Under dagen kan de banker som är medlemmar i RIX finansiera underskott genom att låna svenska kronor räntefritt hos Riksbanken (förutsatt att de lämnar godtagbara säkerheter). Innan betalningssystemet stänger för dagen måste bankernas konton i RIX vara i balans. Det innebär att de banker som i slutet av dagen har ett likviditetsunderskott på något sätt måste finansiera detta underskott över natten. De banker som har ett likviditetsöverskott måste å sin sida placera detta. Bankerna kan antingen utjämna sina över- eller underskott sinsemellan genom så kallade overnightlån på dagslånemarknaden, eller genom att placera eller låna kronor i Riksbankens stående faciliteter. Vilket av de två alternativ som bankerna väljer beror på den relativa kostnaden för att göra det ena eller det andra.

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 eller att låna pengar till en utlåningsränta som är lika med reporäntan plus 0,75 procentenheter. Banker som deltar i RIX och som slutit avtal med Riksbanken om att vara penningpolitiska motparter har alltid möjlighet att låna eller placera likviditet över natten i Riksbankens stående faciliteter. Bankerna har därför aldrig anledning att låna till en högre ränta på dagslånemarknaden än Riksbankens utlåningsränta eller att låna ut till en lägre ränta på dagslånemarknaden än Riksbankens inlåningsränta. På så vis skapar Riksbankens in- och utlåningsräntor en korridor inom vilken dagslåneräntan hamnar.

Genom att Riksbanken sätter räntorna för in- och utlåning långt ifrån varandra i de stående faciliteterna uppmuntras alltså bankerna att låna och placera hos varandra till en ränta som ligger mellan in- och utlåningsräntan i faciliteterna (se figur 1). Men var dagslåneräntan hamnar mer exakt är en förhandlingsfråga mellan bankerna på dagslånemarknaden. Skillnaden mellan in- och utlåningsräntan i Riksbankens stående faciliteter, den så kallade räntekorridoren, är i dag 150 räntepunkter, fördelad symmetriskt kring reporäntan. Korridoren kan ses som en avvägning mellan å ena sidan en smal korridor som begränsar fluktuationerna i dagslåneräntan och å andra sidan en bred korridor som skapar motiv för en aktiv dagslånemarknad där bankerna har starka incitament att utjämna likviditet med varandra. Historiskt har likviditetsutjämningen mellan bankerna i RIX skett i slutet av dagen och de stående faciliteterna har använts mycket begränsat.

³ Se Nessen m.fl. (2011) för en mer utförlig genomgång av Riksbankens penningpolitiska styrsystem.

Figur 1. Riksbankens styrsystem



Under den finansiella krisen minskades bredden på räntekorridoren från 150 till 100 räntepunkter i samband med att Riksbanken sänkte reporäntan till 0,50 procent i april 2009. Syftet var att undvika en negativ inlåningsränta på Riksbankens stående facilitet. När reporäntan sänktes till 0,25 procent i juli 2009 bedömde Riksbanken att en ytterligare krympning av räntekorridoren skulle försvaga bankernas incitament att utjämna sina likviditetspositioner sinsemellan. Bredden på korridoren hölls därför oförändrad på 100 räntepunkter. I samband med att reporäntan höjdes till 0,50 procent i juli 2010 så breddades korridoren till 150 räntepunkter igen. Det är den historiskt normala bredden för Riksbankens korridor, som gällt sedan det nuvarande penningpolitiska styrsystemet infördes 1994. Riksbanken såg därför breddningen som en del av en normalisering av penningpolitiken.⁴

Riksbankens stående faciliteter ger visserligen de yttre ramarna för prissättningen på dagslånemarknaden, men de är inte tillräckliga för att garantera att dagslåneräntan ska ligga nära och stabilt kring reporäntan. Om banksystemet som helhet har ett likviditetsunderskott gentemot Riksbanken, och om Riksbanken då inte gör något, så kommer banksystemet att behöva låna i Riksbankens utlåningsfacilitet. Räntan på dagslånemarknaden kommer därmed hamna nära Riksbankens utlåningsränta. Omvänt hamnar dagslåneräntan nära Riksbankens inlåningsränta om banksystemet som helhet har ett likviditetsöverskott. För att stabilisera dagslåneräntan försöker Riksbanken därför se till att banksystemet som helhet är i balans gentemot Riksbanken.

För att kunna reglera likviditeten i banksystemet gör Riksbanken löpande en prognos över banksystemets likviditetsbehov under den kommande veckan. Om banksystemet (som nu) har ett strukturellt överskott av likviditet gentemot Riksbanken säljer Riksbanken certifikat till bankerna för att dra in överlikviditet. Tidigare, när banksystemet hade ett likviditetsunderskott, genomförde Riksbanken i stället penningpolitiska repor för att förse

4 Se beslutsunderlag till det reporäntebeslut som publicerades den 1 juli 2010 http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Pressmeddelanden/2010/nr30_beslutsunderlag.pdf.

banksystemet med den likviditet som det behövde. Både riksbankscertifikaten och de penningpolitiska reporna har sju dagars löptid och genomförs till en fast ränta som är lika med reporäntan.

Eftersom Riksbankens prognos av banksystemets likviditetsbehov speglar behovet av likviditet över en vecka kan banksystemets faktiska dagliga likviditetsposition gentemot Riksbanken variera från dag till dag. Det kan bero på dagliga variationer i bankernas likviditet eller på fel i Riksbankens prognos. Dessutom kan bankerna välja att inte köpa riksbankscertifikat eller låna i de penningpolitiska reporna under en vecka, vilket resulterar i att banksystemet hamnar i obalans gentemot Riksbanken på daglig basis. I den utsträckning banksystemet som helhet har ett under- eller överskott av likviditet gentemot Riksbanken en enskild dag tillgodoses det genom Riksbankens så kallade finjusterande operationer.

In- och utlåning i de finjusterande operationerna sker till en ränta som ligger 10 räntepunkter under respektive över reporäntan. Syftet med dessa operationer är att förhindra variationer i dagslåneräntan till följd av att banksystemets lånebehov enskilda dagar kan avvika från Riksbankens prognos. Prognosen ligger till grund för de veckovisa repotransaktionerna respektive certifikatmissionerna som banksystemet i första hand antas utnyttja för att täcka sitt låne- eller placeringsbehov i Riksbanken. Fram till oktober 2008 var det enbart Riksbankens primära penningpolitiska motparter som kunde delta i de finjusterande operationerna. Under den finansiella krisen utvidgades dock kretsen av banker som fick delta till att inkludera alla penningpolitiska motparter.⁵

Förutom ett antal affärsbanker deltar även Riksgälden på dagslånemarknaden. Till skillnad från i flera andra länder vänder sig Riksgälden till bankerna i stället för till centralbanken för att hantera sin dagliga likviditet. Riksgälden agerar på dagslånemarknaden på samma villkor som bankerna med den skillnaden att den enbart kan placera i Riksbankens stående faciliteter och då till 0 procents ränta. Riksgälden har inte rätt att låna från Riksbanken eftersom det skulle betraktas som monetär finansiering av statsskulden. Det innebär att Riksgäldens position i RIX-systemet, det vill säga huruvida Riksgälden har ett upplånings- eller placeringsbehov, inte påverkar Riksbankens position gentemot banksystemet.

2. Dagslånedata

Analysen i den här artikeln bygger på transaktionsdata från Riksbankens betalningssystem RIX från oktober 2007 fram till och med december 2010. Analysen täcker alltså såväl den finansiella krisen 2008 och 2009 som en period före krisen. Den täcker även en kort period efter krisen när Riksbanken hade dragit tillbaka de extraordinära åtgärderna som vidtogs under krisen samt när det sista av de tre extraordinära penningpolitiska fasträntelånen med ett års löptid hade förfallit (6 oktober 2010).

⁵ En primär penningpolitisk motpart är ett kreditinstitut som är deltagare i RIX. De kan delta i Riksbankens repor och köpa riksbankscertifikat och har tillgång till Riksbankens kreditfaciliteter.

För att beräkna den genomsnittliga räntan på den svenska dagslånemarknaden används de betalningar som i RIX registreras som overnightlån och som dessutom har en löptid över natten, det vill säga där en återbetalning av lånet finns registrerad nästkommande arbetsdag och inte är en transaktion med Riksbanken. Huruvida transaktioner med Riksgälden bör inkluderas i analysen eller inte beror på vilken fråga som ska besvaras. Är syftet att studera hur effektivt penningpolitiken genomförs så bör Riksgälden inkluderas eftersom transaktioner med Riksgälden påverkar den genomsnittliga räntan på dagslånemarknaden, som ligger till grund för räntebildningen på längre löptider. Om man däremot vill studera hur väl dagslånemarknaden mellan affärsbanker fungerar så bör Riksgälden inte inkluderas. Anledningen till det är att utlåning till Riksgälden är att betrakta som en riskfri placering över natten för affärsbankerna. I analysen av dagslånereäntan i avsnitt 3 har därför transaktioner med Riksgälden inkluderats. I analysen av aktiviteten på dagslånemarknaden ligger dock tyngdpunkten på transaktioner enbart mellan affärsbankerna.

I denna artikel läggs särskild vikt vid att analysera hur funktionen och strukturen på bankernas likviditetsutjämning över natten förändrats under den finansiella krisen och vilka konsekvenser det kan ha haft för genomförandet av penningpolitiken. I studien delas därför insamlat transaktionsdata upp på fyra perioder:

- *Period 1:* Perioden före investmentbanken Lehman Brothers kollaps, 5 oktober 2007 till 14 september 2008.
- *Period 2:* Perioden efter Lehman Brothers kollaps fram till dess att Riksbanken börjar ge lån i utländsk valuta och i SEK på längre löptider, 15 september till 1 oktober 2008.
- *Period 3:* Perioden under krisen när Riksbankens utlåning i utländsk valuta och i SEK på längre löptider är på plats, 2 oktober 2008 till 6 oktober 2010.
- *Period 4:* Perioden efter det att de extraordinära åtgärder som vidtogs under krisen dragits tillbaka och det sista fasträntelånet med ett års löptid förfallit, 7 oktober 2010 till och med december 2010.

OMFATTNING OCH RELEVANS

De transaktioner som ingår i analysen motsvarar de likviditetsutjämnande transaktioner som bankerna gör för att över natten utjämna eventuella under- eller överskott av svenska kronor som uppstår på deras konton i betalningssystemet RIX. Dessa lån är standardiserade depositkontrakt där lånet ges utan säkerhet. Bankerna gör också overnighttransaktioner i form av repor⁶ och swappar⁷. Data som bankerna rapporterat in till Riksbanken direkt pekar på att overnightmarknaden i svenska kronor i just repor och swappar är av icke betydande omfattning och att prisbilden där kan skilja sig från den på dagslånemarknaden. Overnighttransaktioner i form av repor och swappar fångas dock inte i statistiken.

6 *Repa:* Ett finansiellt instrument som liknar ett lån. Säljaren i transaktionen överläter ett värdepapper till köparen i transaktionen. Samtidigt åtar sig säljaren att köpa tillbaka värdepappret från köparen vid en given tidpunkt till ett i förväg fastställt pris. (Kort för det engelska uttrycket *repurchase agreement*, även återköpsavtal.)

7 *Swap:* Ett avtal mellan två parter att utbyta en viss valuta eller ränta mot en annan valuta eller ränta under en i förväg bestämd tidsperiod och i enlighet med vissa villkor.

Samtidigt omfattar analysen enbart overnightlån som görs mellan banker som är RIX-medlemmar. Utanför RIX finns dock ett antal banker som utjämnar sin likviditet genom att göra overnightlån med sina korrespondentbanker som är medlemmar i RIX. Dessa transaktioner och den ränta de genererar fångas inte direkt i den data som finns i RIX. Däremot fångas transaktionerna indirekt i analysen eftersom de påverkar korrespondentbankernas nettobalans och, i och med det, korrespondentbankernas behov av overnightlån.

Transaktioner registreras en och en i RIX-systemet när de genomförs. Bankerna klassificerar själva vilka transaktioner som ska definieras som overnightlån utifrån vissa kriterier. För varje enskilt lån finns följande information:

- lånets storlek i svenska kronor
- återbetalningens storlek i svenska kronor
- namnet på parterna i transaktionen
- tidpunkten för transaktionen (gäller från och med oktober 2009).

Beräkningarna av den genomsnittliga dagslåneräntan baseras på nära 5 700 transaktioner mellan banker och mellan banker och Riksgälden under perioden 5 oktober 2007–31 december 2010. Tabell 1 och 2 visar statistik för de underliggande lånen.

Tabell 1. Omsättning i svenska kronor på dagslånegårnaden, genomsnitt per dag

	PERIOD 1 2007-10-05– 2008-09-14	PERIOD 2 2008-09-15– 2008-10-01	PERIOD 3 2008-10-02– 2010-10-06	PERIOD 4 2010-10-07– 2010-12-31	PERIOD 1–4 2007-10-05– 2010-12-31
Miljarder kronor					
Totalt overnightlån	45,2	45,8	15,1	25,3	25,1
<i>varav mellan affärsbankerna</i>	39,3	40,1	5,7	10,1	16,3
<i>varav med Riksgälden</i>	5,9	5,7	9,3	16,1	8,8
Riksbankens finjusteringar	0,3	0,2	109,5	11,4	68,8

Tabell 2. Antal transaktioner på dagslånegårnaden, genomsnitt per dag

	PERIOD 1 2007-10-05– 2008-09-14	PERIOD 2 2008-09-15– 2008-10-01	PERIOD 3 2008-10-02– 2010-10-06	PERIOD 4 2010-10-07– 2010-12-31	PERIOD 1–4 2007-10-05– 2010-12-31
Antal transaktioner					
Totalt overnightlån	12,5	12,7	4,1	9,7	7,0
<i>varav mellan affärsbankerna</i>	11,3	11,6	2,7	5,5	5,5
<i>varav med Riksgälden</i>	1,2	1,1	1,4	4,2	1,5
Riksbankens finjusteringar	0,7	0,6	8,2	4,1	5,6

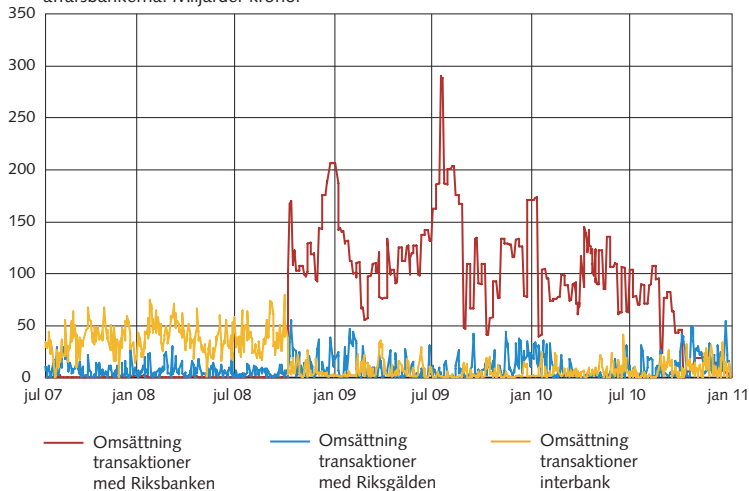
Av tabellen framgår att omsättningen och antalet transaktioner, totalt respektive enbart mellan affärsbankerna, minskat avsevärt under perioden (se även diagram 1). Den stora förändringen skedde i och med att Riksbanken genomförde sina första likviditetsstärkande åtgärder under krisen. Konsekvensen av åtgärderna var att banksystemet i sin helhet, men också alla banker i RIX-systemet, fick ett likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. Såväl

antalet transaktioner mellan affärsbankerna som värdet på dessa minskade till i genomsnitt en tredjedel av vad antalet och värdet var innan krisen samt innan Riksbanken införde sina likviditetsstärkande åtgärder.

I och med att de extraordinära åtgärderna har avvecklats och Riksbankens lån till fast ränta med ett års löptid har förfallit har en stor del av den extra likviditet som funnits i banksystemet dragits tillbaka. Detta har resulterat i att omsättningen och antalet transaktioner på dagslånemarknaden har närmat sig nivån före krisen. Även efter det att samtliga extraordinära lån förfallit är likviditeten i banksystemet gentemot Riksbanken dock högre än före krisen. Riksbanken bjuder därför ut riksbankscertifikat med en veckas löptid. Banksystemet har dock föredragit att placera överskottet i Riksbankens finjusterande operationer. Detta har minskat bankernas behov av att låna av andra banker över natten för att utjämna likviditetsunderskott i betalningssystemet i slutet av dagen. Summan av antalet dagslån och Riksbankens finjusterande transaktioner samt den totala omsättningen av dessa är i period fyra tillbaka på samma nivå som före krisen.

Diagram 1. Omsättning i svenska kronor på dagslånemarknaden, juli 2007–december 2010

Transaktioner med Riksbanken och Riksgälden, och transaktioner enbart mellan affärsbankerna. Miljarder kronor



3. Dagslåneränta

Dagslåneräntan har i denna artikel beräknats som skillnaden mellan värdet på lånet och dess återbetalning dividerat med värdet på lånet.⁸ För att göra dagslåneräntorna jämförbara över tiden har differensen – den så kallade spreaden – mellan den observerade dagslåneräntan och den aktuella reporäntan beräknats så att:

$$r_{i,t} = \frac{V_{i,t+1} - V_{i,t}}{V_{i,t}} * 360, \text{ där } r_t \text{ är räntan som beräknas för varje transaktion, } V_t \text{ är storleken}$$

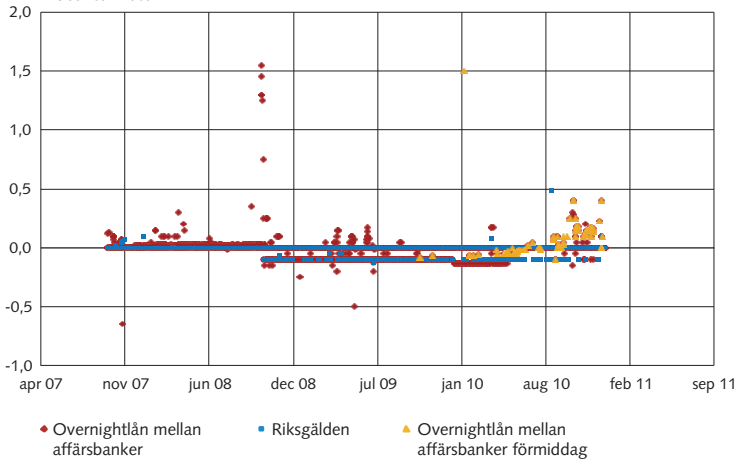
på lånet i uttryckt i svenska kronor och V_{t+1} är återbetalningens storlek.

$$spread_t = r_t - repo_t$$

Den genomsnittliga dagslåneräntan för en viss dag har beräknats dels som det volymviktade genomsnittet av dagslåneräntorna varje dag, dels som det aritmetiska medelvärdet. De båda metoderna leder till samma slutsatser. När den genomsnittliga räntan beräknas som det aritmetiska medelvärdet får dock alla overnighlån samma vikt i beräkningarna. Det får till följd att extremvärden får mycket stor påverkan på den beräknade dagslåneräntan. När dagslåneräntan beräknas som det volymviktade medelvärdet reduceras genomslaget av extremvärden – förutsatt att det i dessa fall rör sig om små dagslån. Det volymviktade genomsnittet är att föredra eftersom det inte kräver en utvärdering av vilka extremvärden som ska inkluderas i beräkningarna för att de representerar korrekta värden. Det kräver inte heller en utvärdering av vilka extremvärden som ska exkluderas på grund av att de är felaktiga. Diagram 2 visar spreaden till reporäntan på overnighlån under perioden.

8 Varken ränta eller löptid på lånen är specificerade i de data som analysen bygger på. Genom att para ihop lån och återbetalningar mellan samma motparter och av ungefär samma storlek, men med motsatt flödesriktning nästkommande arbetsdag, kan (den implicerade) dagslåneräntan beräknas.

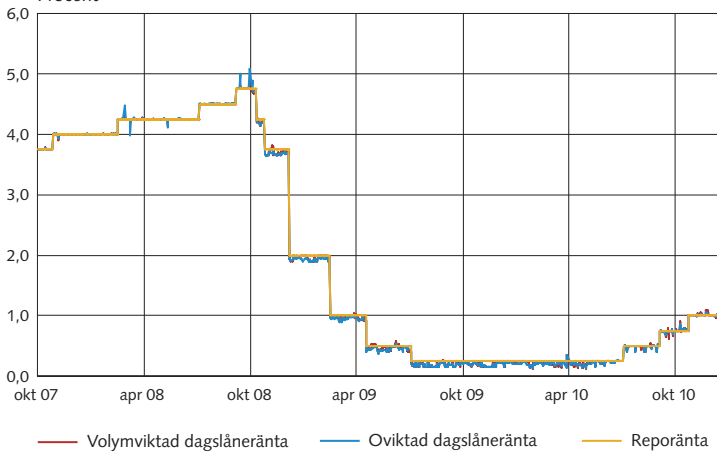
Diagram 2. Spread mot reporäntan för overnightlån, oktober 2007–december 2010
Procentenheter



Anm. *Overnightlån mellan affärsbanker förmiddag* avser lån mellan affärsbankerna som bankerna klassificerat som overnightlån, med löptid till nästa handelsdag men som genomförts före klockan 12.00.

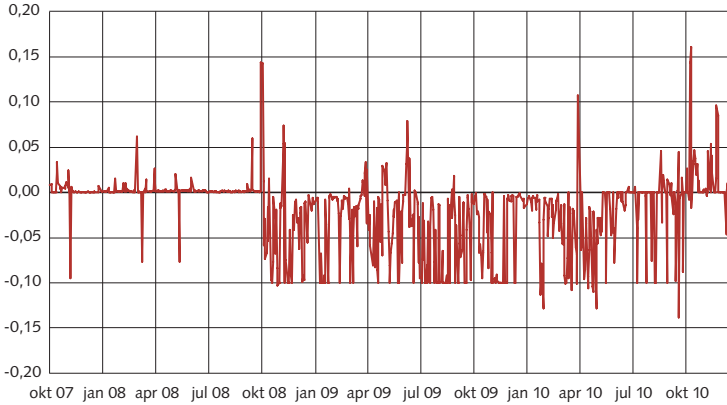
Beräkningarna av den effektiva dagslåneräntan som den volymviktade genomsnittsräntan visar att dagslåneräntan ligger relativt nära reporäntan under hela perioden. Ändå har avvikelserna – spreaden – från reporäntan ökat något efter det att Riksbanken införde sina likviditetsstärkande åtgärder (se diagram 3 och 4). Före krisen (period 1) avvek den genomsnittliga dagslåneräntan från reporäntan med i genomsnitt 0,002 procentenheter. Avvikelsen efter att de likviditetsstärkande åtgärderna införts (period 3) var -0,034 procentenheter och 0,016 procentenheter efter det att åtgärderna dragits tillbaka (se tabell 3).

Diagram 3. Genomsnittlig dagslåneränta, oviktad och volymviktad
Procent



Anm. Beräkningarna inkluderar transaktioner mellan affärsbankerna och mellan affärsbankerna och Riksgälden.

Diagram 4. Avvikelse från reporäntan för den genomsnittliga dagslåneräntan, volymviktad
Procentenheter



Anm. Beräkningarna inkluderar transaktioner mellan affärsbankerna och mellan affärsbankerna och Riksgälden.

Tabell 3. Genomsnittlig reporänta och dagslåneränta i period 1–4 samt beskrivande statistik för avvikelserna mellan reporäntan och den volymviktade dagslåneräntan

	PERIOD 1 2007-10-05– 2008-09-14	PERIOD 2 2008-09-15– 2008-10-01	PERIOD 3 2008-10-02– 2010-10-06	PERIOD 4 2010-10-07– 2010-12-31	PERIOD 1–4 2007-10-05– 2010-12-31
Reporänta, genomsnitt (procent)	4,19	4,75	0,90	0,93	1,92
Spread till reporäntan, genomsnitt					
<i>oviktad dagslåneränta (procentenheter)</i>	0,003	0,024	-0,045	0,009	-0,026
<i>volymviktad dagslåneränta (procentenheter)</i>	0,002	0,006	-0,034	0,016	-0,019
Spread till reporäntan (procentenheter)					
<i>Medel</i>	0,002	0,006	-0,034	0,016	-0,019
<i>Max</i>	0,06	0,06	0,14	0,16	0,16
<i>Min</i>	-0,10	0,00	-0,14	-0,05	-0,14
<i>Standardavvikelse</i>	0,01	0,02	0,04	0,04	0,04

Anm. Inkluderar transaktioner med Riksgälden. Om beräkningarna av dagslåneräntan enbart baseras på lån mellan affärsbankerna blir dagslåneräntans avvikelse från reporäntan större än om samtliga lån beaktas, det vill säga även lån mellan affärsbankerna och Riksgälden. Detta var fallet såväl före krisen som efter att krisen bröt ut. Efter att krisen bröt ut har skillnaden dessutom ökat.

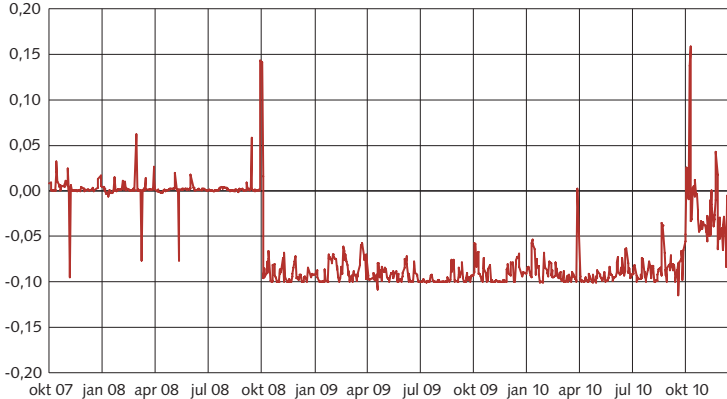
Före krisen avvek alltså dagslåneräntan endast marginellt från reporäntan. Detta stämmer väl överens med att det på den svenska dagslånemarknaden skulle finnas en överenskommelse (*gentlemen's agreement*) mellan bankerna att utjämna sin likviditet till reporäntan – utan någon spread. En sådan överenskommelse bygger på att bankerna anser att kreditrisken i overnightutlåningen är mycket liten och att den administrativa kostnaden av att

anpassa prissättningen på overnightlånen efter vilken bank som är motpart i transaktionen är så stor att man tjänar på att inte göra det. En förutsättning för att en sådan överenskommelse ska fungera är dock att bankerna använder dagslånemarknaden i samma syfte och att ingen bank utnyttjar den för sin egen vinning. Att ett fåtal transaktioner varje dag avviker från reporäntan indikerar dock att alla banker inte ingått i överenskommelsen.

Att den genomsnittliga spreaden är negativ under period 3 (då Riksbankens åtgärder var på plats) är en konsekvens av att alla banker under den perioden har haft ett överskott av likviditet. Denna likviditet har de kunnat finjustera med Riksbanken i slutet av dagen till en ränta på 10 räntepunkter under reporäntan. Det innebär att Riksbanken agerade mellanhänder på dagslånemarknaden under krisen med sin extraordinära utlåning, vilket minskade bankernas behov att utjämna sina likviditetspositioner sinsemellan.

De flesta bankerna utjämnde alltså enbart sin likviditet i svenska kronor med Riksbanken i finjusteringen. Därmed kan man argumentera för att finjusteringsräntan under denna period var bankernas alternativkostnad på den kortaste löptiden och att finjusteringsräntan därför också borde vägas in i den genomsnittliga dagslåneräntan. Med en sådan viktning ligger den genomsnittliga dagslåneräntan närmare (och stabilt kring) finjusteringsräntan, 10 räntepunkter under reporäntan (se diagram 5). Samtidigt hade finjusteringarna inte behövt göras om bankerna valt att placera den "extra" likviditeten i riksbankscertifikat.

Diagram 5. Avvikelse från reporäntan för den genomsnittliga räntan i dagslån och finjusterande transaktioner med Riksbanken, volymviktad
Procent



Anm. Beräkningarna inkluderar transaktioner mellan affärsbankerna och mellan affärsbankerna och Riksgälden.

Under perioden oktober–december 2010 är den genomsnittliga spreaden visserligen lägre än under krisen, men fortfarande högre än före krisen. En bidragande orsak till det är den osäkerhet som uppstod i samband med att det tredje och sista av Riksbankens längre fasträntelån förföll. Att lånet förföll ledde till att "överlikviditeten" i banksystemet i stort sett försvann. I och med detta tvingades bankerna utjämna dagliga under- och överskott i likviditet med varandra – så som de hade gjort före krisen. Osäkerheten bestod under

några dagar. I diagram 2 syns händelsen i form av det större antalet dagslån som gjordes på förmiddagen. I diagram 5 syns händelsen i form av att spreaden, på de tidiga dagslånen och övriga dagslån, ökar i början av oktober 2010.

Värt att notera är att både antalet dagslån och det totala värdet av dessa transaktioner har minskat avsevärt sedan Riksbanken införde sina likviditetsstärkande åtgärder. Att spreaden på dagslånemarknaden inte ökat i någon större utsträckning under krisen kan därför vara en konsekvens av att antalet transaktioner minskat. Den extra likviditet som Riksbanken tillfört banksystemet har gjort att bankerna kunnat genomföra sina betalningar utan att behöva riskera att få ett likviditetsunderskott, som vid dagens slut tvingar dem att låna av en annan bank. Eftersom majoriteten av bankerna har valt att inte placera sin extralikviditet i riksbankscertifikat, utan behållit den tillförda likviditeten som en reserv som över natten placerats i finjusteringarna, har det inte funnits något incitament för bankerna att låna av varandra på dagslånemarknaden. Det är dock ett faktum att bankerna valt att ta kostnaden för att hålla likviditeten som en omedelbart tillgänglig reserv i form av placeringar över natten i finjusteringarna, i stället för att placera den i riksbankscertifikat. En tolkning av resultaten är följaktligen att bankerna inte beaktat en ökad risk genom att ta mer betalt för dagslånen, utan i stället helt avstått från att genomföra transaktionerna när osäkerheten upplevts som för hög.

VOLATILITET I DAGSLÅNERÄNTAN

Riksbanken använder en indikator som säger att dagslåneräntan inte bör avvika mer än 10 räntepunkter över eller under reporäntan för att penningpolitiken ska anses vara effektivt genomförd. Hur väl det uppfylls fångas av avvikelsen mellan den beräknade genomsnittliga dagslåneräntan och reporäntan. Parallellt med detta mått säger också spridningen, även kallad volatilitet, i prissättningen för overnighlån något om effektiviteten på dagslånemarknaden. En hög spridning eller volatilitet återspeglar en stor differentiering när det gäller prissättningen av utlåning till olika motparter. Differentieringen i prissättningen kan återspegla den risk som är förknippad med utlåning till olika motparter eller en generell osäkerhet på marknaderna, men den kan också återspegla enskilda aktörers förhandlingsstyrka i prissättningen av dagslånen. En effektivt genomförd penningpolitik som innebär att dagslåneräntan inte avviker med mer än 10 räntepunkter över eller under reporäntan bör dock vara förknippad med en låg volatilitet.

Volatiliteten i dagslåneräntan kan mätas på olika sätt. I denna artikel har standardavvikelsen i den effektiva dagslåneräntan per dag beräknats enligt följande:

$$\text{std} = \sqrt{\sum_{i=1}^N (w_i \cdot x_i - \mu^*)^2}$$

x_i är spreaden mot reporäntan för en enskild transaktion i , μ^* är det volymviktade medelvärdet för spreaden den aktuella dagen och w_i är varje transaktions storlek i förhållande till det totala transaktionsvärdet den dagen transaktionen gjordes så att:

$$1 = \sum_{i=1}^N w_i$$

Resultaten visar att volatiliteten i den genomsnittliga dagslåneräntan ökat sedan den finansiella krisen bröt ut (se diagram 6). Emellertid måste volatiliteten i dagslåneräntan under hela perioden bedömas som låg. Under perioden från det att Lehman Brothers kollapsade fram till dess att Riksbanken införde sina likviditetsstärkande åtgärder ökade inte volatiliteten i den genomsnittliga dagslåneräntan mer än marginellt. I stället indikerar resultaten att dagslåneräntans volatilitet har ökat efter det att Riksbanken hade infört åtgärderna.

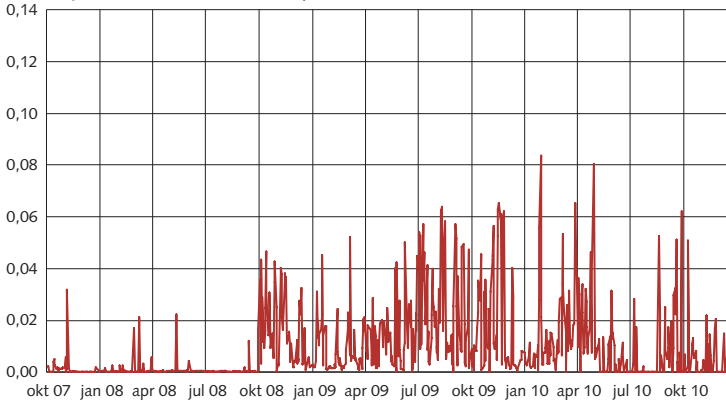
Sett över hela perioden är volatiliteten som högst under andra halvåret 2009, under en period våren 2010 och under några dagar i oktober 2010. Till viss del beror sannolikt den högre volatiliteten på att antalet transaktioner under dessa perioder är betydligt färre än före krisen. Det gör att en avvikande ränta i en transaktion får större genomslag i den genomsnittliga dagslåneräntan och i den beräknade volatiliteten.

Likväl sammanfaller den högre volatiliteten i dagslåneräntan med perioder under vilka osäkerheten på de finansiella marknaderna i omvärlden eller i Sverige tilltog. Exempelvis sammanfaller den ökade volatiliteten under våren 2010 med att oroligheterna kring Greklands statsfinansiella problem ökade. Den ökade volatiliteten i oktober 2010 sammanfaller i sin tur med förfallet av Riksbankens tredje och sista fasträntelån med löptid på ett år. Under dessa perioder steg också räntorna och volatiliteten i räntorna på andra löptider. Det gällde främst *tomorrownext-räntan*, det vill säga den ränta som gäller för lån som löper från och med nästa dag till dagen därpå.⁹ Mellan dessa perioder av hög volatilitet och efter oktober 2010 minskade volatiliteten något igen.

En tolkning av dessa resultat är att ökad osäkerhet på de finansiella marknaderna i allmänhet även återspeglas i dagslåneräntorna. Dessutom indikerar statistiken att bankerna i samband med förfallet av Riksbankens sista fasträntelån har behövt en period för att anpassa sig till en mer "normal" likviditetsnivå på dagslånemarknaden, vilket ledde till ökad osäkerhet och friktion på marknaden.

9 Riksbanken genomför just nu studier av tomorrownext-marknaden.

Diagram 6. Volatilitet i dagslåneräntor per dag, oktober 2007–december 2010
 Volymviktad standardavvikelse, procent



Volatiliteten stiger något om man i beräkningarna bortser från transaktioner med Riksgälden. Riksgäldens närvaro på dagslånemarknaden förefaller följaktligen ha en viss stabiliserande effekt på dagslåneräntan. I och med att affärsbankerna kan betrakta utlåning till Riksgälden som en riskfri placering så utgör Riksgäldens upplåning över natten från affärsbankerna ett komplement till Riksbankens stående faciliteter och finjusteringar.

4. Omsättning och lånebetende på dagslånemarknaden

OMSÄTTNING OCH VOLYM

Under perioden oktober 2007–oktober 2008, det vill säga före den finansiella krisen, uppgick värdet i overnightlånen till i genomsnitt 45 miljarder kronor per dag. Antalet transaktioner per dag var i genomsnitt 12,5 (se tabell 1 och 2 i avsnitt 2). Eftersom omsättningen på dagslånemarknaden är relaterad till omsättningen i betalningssystemet generellt finns vissa säsongsvariationer i omsättningen på dagslånemarknaden – omsättningen är exempelvis lägre under sommarmånaderna än under resten av året. Riksbankens transaktioner stod före krisen för endast en mindre del av omsättningen. Under perioden oktober 2007–oktober 2008 uppgick de till i genomsnitt 100–500 miljoner kronor per dag. Transaktionerna med Riksbanken är nästan uteslutande finjusterande transaktioner. Riksgäldens transaktioner med bankerna uppgick under samma period till 3–14 miljarder per dag (i genomsnitt 6 miljarder per dag), vilket motsvarar cirka 15 procent av den totala dagliga omsättningen. Trots att oroligheterna på de finansiella marknaderna var påtagliga under slutet av september 2008, till följd av den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers problem, syns inga tecken på ett minskat antal transaktioner eller en minskad omsättning i Riksbankens dagslånedata under dessa dagar.

I oktober 2008 vidtog, som nämnts tidigare, Riksbanken dock likviditetsstärkande åtgärder och erbjöd bland annat lån utöver de ordinarie reporna. En del av den extra utlå-

ningen drog Riksbanken in igen via certifikatmissioner, men den största delen av den extra utlåningen valde bankerna att behålla som extra likviditet och placera i Riksbanken över natten. Detta ledde till att banksystemet i sin helhet fick ett jämförelsevis stort likviditetsöverskott mot Riksbanken. Dessutom hade varje enskild bank oftast ett överskott på sitt konto i RIX i slutet av dagen. Eftersom de flesta bankerna hade ett placeringsbehov kunde överskott inte placeras hos en annan bank. Detta resulterade i att omsättningen mellan bankerna på dagslånemarknaden minskade, både som andel av total omsättning på dagslånemarknaden och i absoluta tal.

Under perioden oktober 2008–oktober 2010 uppgick omsättningen i overnattlån till ungefär 15 miljarder kronor per dag i genomsnitt, det vill säga knappt en tredjedel jämfört med omsättningen i overnattlån före krisen. Samtidigt ökade Riksgäldens andel av overnattlånen. Omsättningen i overnattlån mellan affärsbanker minskade under perioden till cirka en sjättedel av vad den var före krisen, från cirka 39 miljarder per dag till knappt 6 miljarder per dag. Räknat i antal dagslån minskade de under perioden från i genomsnitt 12,5 till 4 per dag totalt sett, sett till enbart lån mellan affärsbankerna minskade de från 11 till 2,5 (se tabell 1 och 2).

Under slutet av 2009 och början av 2010 var antalet transaktioner fortsatt lågt och omsättning fortsatt låg på dagslånemarknaden. Från oktober 2010 har emellertid omsättningen återigen ökat. I och med att den totala likviditeten i banksystemet gentemot Riksbanken är högre än före krisen (då hade banksystemet ett underskott gentemot Riksbanken) är bankernas behov att utjäma med varandra mindre. Jämfört med tiden före den finansiella krisen är omsättningen på dagslånemarknaden dock fortfarande lägre.

LÅNEBETEENDE – AKTIVITET OCH NETTOUPPLÅNING

Före den finansiella krisen, fram till oktober 2008, fanns tydliga skillnader mellan bankerna i deras lånebeteende på dagslånemarknaden. Många banker förefaller i mycket hög utsträckning ha haft en strategi att antingen systematiskt låna upp eller systematiskt placera över natten. De banker som placerat på dagslånemarknaden har typiskt sett varit mindre banker. Även bland de större bankerna fanns det de som placerade den överväldigande delen av dagarna, men beteendet är inte lika utpräglat som bland de mindre bankerna (se diagram 7a–c).

Tre av de större bankerna lånade betydligt oftare än de placerade, vilket indikerar att de haft som strategi att finansiera en del av sitt likviditetsbehov i svenska kronor på dagslånemarknaden. Samtidigt både lånade och placerade ofta de större bankerna likviditet över natten under samma dag. En möjlig förklaring till detta är att bankernas egna gränser för hur stora exponeringar de får ha mot enskilda motparter – limiter – begränsar deras möjligheter att utjäma hela sin balans med en enda motpart. Vissa dagar har de därför tvingats gå via en annan bank för att tillgodose sitt upplånings- eller placeringsbehov. Detta förefaller dock överlag ha fungerat väl – utan att någon bank tvingats använda sig av Riksbankens stående facilitet.

Under krisen sjönk deltagandet på dagslånemarknaden och värdet på de transaktioner som gjordes sjönk. Banker som tidigare nästan uteslutande varit låntagare på dagslånemarknaden har under krisen lånat betydligt mer sällan. Detta är sannolikt en konsekvens av att banksystemet i sin helhet har ett stort överskott av likviditet. Detta har resulterat i att bankernas incitament att utjämna sin likviditet sinsemellan har minskat – de flesta dagarna hade bankerna inte något behov att låna av andra banker och ofta kunde de finjustera hela sitt överskott med Riksbanken direkt.

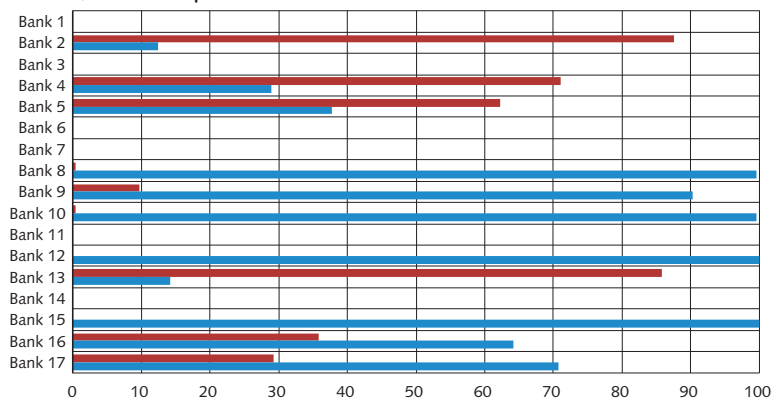
I takt med att aktiviteten på dagslånemarknaden ökat efter oktober 2010 har större förändringar i bankernas beteende på dagslånemarknaden kunnat observeras. De utpräglade lån- eller placeringsbeteenden som bankerna uppvisade före krisen kan inte längre observeras i samma utsträckning. Framför allt förefaller de tre större banker som före krisen konsekvent finansierat ett underskott på dagslånemarknaden ha "svängt om". Sedan oktober 2010 placerar de oftare ett överskott av likviditet än de lånar upp för att täcka ett underskott (se diagram 7c). Även storleken på bankernas balanser de dagar de har haft ett underskott på dagslånemarknaden är mindre under perioden oktober–december 2010 än före krisen (se diagram 8).

Återgången till likviditetsutjämning mellan bankerna har alltså medfört en viss förändring i strukturen på marknaden för likviditetsutjämning mellan banker i svenska kronor (se diagram 8). Eftersom förändringen i bankernas beteende är så pass tydlig finns det anledning att tro att dessa förändringar är medvetna från bankernas sida. Förutom att banksystemet som helhet har ett stort likviditetsöverskott gentemot Riksbanken jämfört med före krisen, har sannolikt även det faktum att Riksgälden tycks ha haft större negativa likviditetsunderskott än tidigare bidragit till att underlättat för bankerna att förändra sitt beteende.

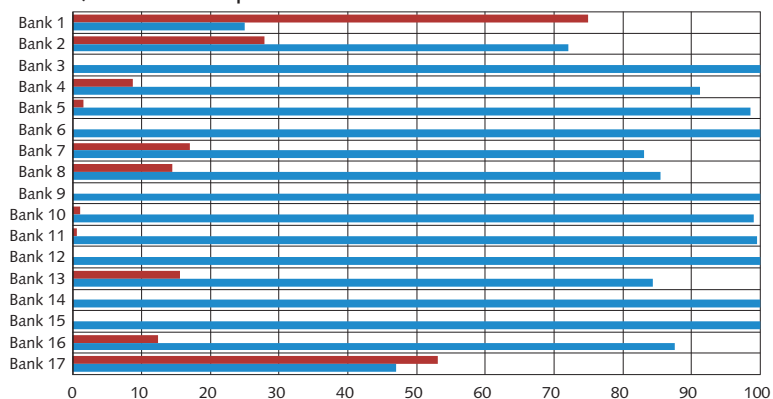
Diagram 7. Lånebetående, andel dagar som bankerna lånar respektive placerar pengar över natten

Procent av totalt antal dagar som banken deltar på dagslånemarknaden

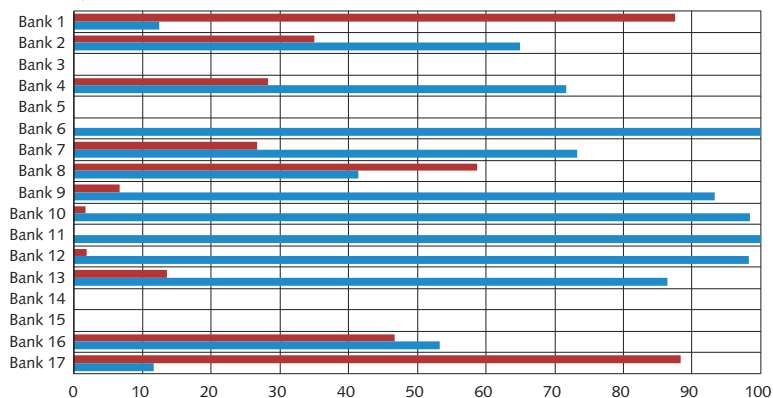
a) Juli 2007–september 2008



b) Oktober 2008–september 2010

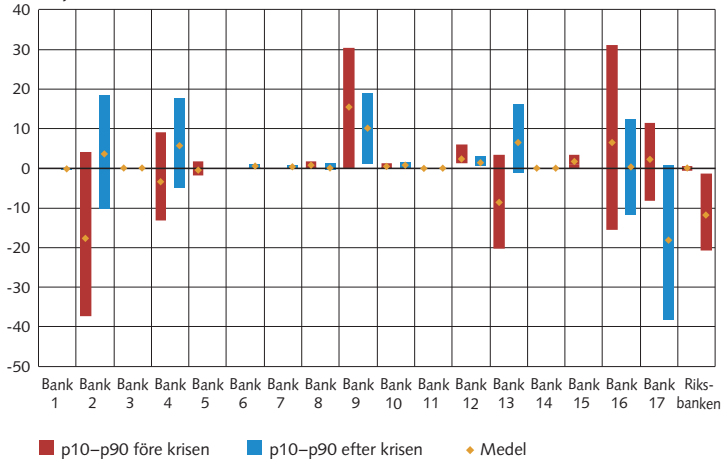


c) Oktober 2010–december 2010



■ Andel dagar med underskott, procent ■ Andel dagar med överskott, procent

Diagram 8. Genomsnitt och spridning i bankernas likviditetsposition i svenska kronor som utjämnats över natten, före och efter krisen
Miljarder kronor



Anm. Röda och blå staplar visar spridningen mellan hur mycket respektive bank har placerat (+) eller lånat (-) totalt i genomsnitt per dag på dagslånemarknaden, före (röda staplar) respektive efter krisen (blå staplar). Överkanten på staplarna representerar den 90 percentilen och underkanten den 10 percentilen i respektive period. Den gula romben markerar medelvärdet i respektive period, det vill säga bankens genomsnittliga upplåning eller placering över natten. Beräkningarna inkluderar övernattstransaktioner mellan bankerna, med Riksgälden och finjustering med Riksbanken. Före krisen gäller perioden juli 2007–september 2008 och efter krisen gäller perioden oktober 2010–december 2010.

MOTPARTSMÖNSTER

Före den finansiella krisen gjordes transaktionerna på dagslånemarknaden till stor del mellan samma motparter varje dag. Bankerna hade med andra ord en eller ett par banker som de i huvudsak gjorde sina övernattslån med. Detta var delvis en konsekvens av att de flesta banker nästan alltid placerade samtidigt som några få nästan alltid lånade, vilket gjorde att det normalt fanns mycket få motparter att välja på när man skulle placera. I de fåtal transaktioner som gjordes under krisen, fram till oktober 2010, såg motpartsmönstren ut ungefär som de gjorde före krisen i den bemärkelsen att bankerna mestadels vände sig till samma motpart som tidigare. Men eftersom i stort sett samtliga banker under denna period gjorde färre transaktioner resulterade det i att man även hade färre motparter. Därutöver indikerar data att framför allt en större bank under denna period blev en viktigare motpart för fler banker, medan de övriga storbankerna minskade sin aktivitet avsevärt på marknaden och i vissa fall helt avstod från att göra transaktioner med andra banker.

Även mellan oktober 2010 och december 2010 var de motpartsmönster som observerades oförändrade jämfört med dem före krisen. Bankerna använde sig i stor utsträckning av samma motparter som före krisen och i regel utjämnade de även med ungefär lika många motparter varje dag som tidigare (en till tre stycken). Att det tillkommit och försvunnit banker i kretsen av banker på dagslånemarknaden, och att beteendet hos några banker har förändrats, har i någon utsträckning påverkat vilka motparter varje enskild bank kan vända sig till i slutet av dagen. Detta har dock inte lett till några tydliga strukturella förändringar.

En förändring under framför allt hösten 2010 som är värd att notera är en tendens till fler overnightlån redan under förmiddagen och ibland innan marknaderna öppnar för dagen (se diagram 2). En möjlig förklaring till detta kan vara att osäkerheten i samband med krisen har gjort bankerna försiktigare. Genom att göra transaktionerna redan på förmiddagen kan bankerna säkerställa sitt likviditetsbehov redan på morgonen när det finns förväntningar om stora utflöden av likviditet och risk att råka ut för stora underskott vid slutet av dagen. Tolkningen av detta blir då är att vissa banker valde att agera tidigt på dagen för att inte riskera att hamna i en pressad situation precis innan marknaden stänger. Detta kan också ha påverkat valet av motpart och kan även vara en förklaring till vissa bankers förändrade lånebetenden.

5. Avslutande diskussion

Statistik över genomförda transaktioner från Riksbankens betalningssystem RIX gör det möjligt att löpande följa prissättning och aktivitet på dagslånemarknaden för lån över natten mellan bankerna. Det bidrar till att Riksbanken får en bättre bild av hur effektivt penningpolitiken genomförs. Studien visar att för perioden oktober 2007–december 2010 rörde sig den genomsnittliga räntan på dagslånemarknaden inom spannet för vad Riksbanken bedömer vara effektivt genomförd penningpolitik. Icke desto mindre har både avvikelser i dagslåneräntan från reporäntan och volatiliteten i dagslåneräntan ökat sedan den finansiella krisen bröt ut. Detta indikerar att prissättningen av overnightlån i större utsträckning än tidigare påverkats av osäkerhet som råder på de finansiella marknaderna i såväl Sverige som globalt. Detta kan bero på ökad osäkerhet i omvärlden, att bankerna i större utsträckning än tidigare anpassar prissättningen av overnightlån efter omgivande faktorer, eller en kombination av dessa två.

I och med att Riksbanken i oktober 2008 vidtog likviditetsstärkande åtgärder förändrades dagslånemarknaden. Banksystemets totala likviditetsöverskott gentemot Riksbanken ökade, vilket ledde till att så gott som samtliga banker kunde behålla överskott i RIX under dagen. Dessutom minskade behovet av, men också möjligheten till, att utjämna med andra banker. Aktiviteten på dagslånemarknaden över natten minskade påtagligt under krisen, både i termer av omsatt volym och i antal transaktioner för overnightlån. Under perioden oktober 2008–oktober 2010 minskade omsättningen i overnightlån mellan affärsbanker till cirka en sjättedel av vad den var före krisen och antalet overnightlån minskade samtidigt till cirka en fjärdedel.

Under slutet av 2009 och början av 2010 var antalet transaktioner och omsättningen på dagslånemarknaden fortsatt lägre än före krisen. Från oktober 2010 har emellertid omsättningen i transaktioner mellan affärsbankerna återigen ökat. I och med att den totala likviditeten i banksystemet gentemot Riksbanken är högre än före krisen (då banksystemet hade ett underskott gentemot Riksbanken) är bankernas behov av att utjämna med varandra i någon mening mindre – någon bank med ett överskott kan alltid placera de i Riksbankens

finjustering. Jämfört med före den finansiella krisen är omsättningen på dagslånemarknaden dock fortfarande lägre.

Samtidigt pekar statistiken på att bankerna i viss utsträckning har förändrat sitt lånebeteende jämfört med före krisen. Dels finns det tecken på att bankerna efter oktober 2010 frångått de låne- eller placeringsstrategier som kunde observeras före krisen och att storleken på bankernas nettobalanser generellt sett är mindre under perioden oktober–december 2010 än före krisen. Dels finns det vissa indikationer på att bankerna oftare än tidigare agerar tidigt på dagen genom att göra overnightlån redan under förmiddagen, för att inte riskera att hamna i en pressad situation precis innan marknaden stänger. En möjlig förklaring är att osäkerheten i samband med krisen har gjort bankerna försiktigare.

Så här långt har dagslåneräntan hållit sig inom det accepterade spannet på 10 räntepunkter över eller under reporäntan, vilket tyder på att penningpolitiken har genomförts effektivt. För att penningpolitiken ska kunna anses som effektiv är det dock lika viktigt hur dagslåneräntan avspeglas i räntorna på längre löptider som att dagslåneräntan är stabil och nära reporäntan. En förutsättning för att Riksbanken ska kunna påverka de längre marknadsräntorna på ett förutsägbart sätt är att bankerna kan förvänta sig att låna eller placera de över- och underskott som uppstår under dagen på dagslånemarknaden till en ränta nära reporäntan.

Under den finansiella krisen minskade omsättningen på dagslånemarknaden. Det tyder på att en eventuell osäkerhet på interbankmarknaderna snarare minskat aktiviteten än påverkat prissättningen. Snäva limiter eller andra begränsningar påverkar bankernas möjligheter att utnyttja dagslånemarknaden för att hantera sin likviditet. Det får i sin tur återverkningar på räntebildningen för marknader med längre löptider och bidrar till att en penningpolitik som är inriktad på att styra dagslåneräntan blir mindre effektiv. Samtidigt kan sådana begränsningar som exempelvis limiter mellan bankerna bidra till en mer disciplinerad likviditetshantering, vilket är positivt från ett stabilitetsperspektiv.

Referenser

Eklund, Johanna (2009). "Market Structure, Interest rates and the Risk of Financial Contagion: An Examination of the Swedish Overnight market". Magisteruppsats, Handelshögskolan i Stockholm.

Henckel, Timo, Ize, Alain och Kovanen, Arto (1992). "Central Banking without Central Bank Money". Working paper, No. 99, IMF.

Nessén, Marianne, Sellin, Peter och Åsberg Sommar, Per (2011). "Det penningpolitiska styrsystemet, Riksbankens balansräkning och den finansiella krisen". Ekonomisk kommentar, No. 1, Sveriges riksbank. Stockholm: Sveriges riksbank.