

Riksbankens penningpolitiska styrsystem efter reformen 2019–2022

Denise Hansson och Ingrid Wallin Johansson*

Denise Hansson är senior ekonom på avdelningen för marknader, Ingrid Wallin

Johansson är senior ekonom på avdelningen för penningpolitik.

Riksbanken använder sitt styrsystem till att implementera den beslutade nivån på styrräntan på marknaden. Detta sker genom att stabilisera de allra kortaste penningmarknadsräntorna tillräckligt nära styrräntan. Den räntenivå som Riksbanken etablerar fortplantar sig sedan till marknadsräntor med längre löptider, och påverkar därigenom även de räntor som hushåll och företag möter. I praktiken sker det genom att Riksbanken gör, eller erbjuder sig att göra, finansiella transaktioner med en begränsad krets av finansiella aktörer.

I juni 2022 slutförde Riksbanken en reform av sitt penningpolitiska styrsystem. I denna artikel redogör vi för hur det reformerade styrsystemet är utformat och vilka överväganden som ligger bakom utformningen. Därutöver diskuterar vi i vilken utsträckning styrsystemet fungerar som tänkt, och hur dess utformning förhåller sig till andra centralbankers styrsystem.

1 Styrsystemet implementerar den beslutade styrräntenivån på penningmarknaden

Riksbankens överordnade mål för penningpolitiken är att åstadkomma en varaktigt låg och stabil inflation.¹ Riksbankens huvudsakliga verktyg för att bedriva penningpolitiken och uppnå detta mål är styrräntan. Det penningpolitiska styrsystemet finns i sin tur till för att implementera den beslutade styrräntenivån på marknaden. Det medför att styrsystemet används för att bedriva såväl expansiv som kontraktiv penningpolitik.

* Författarna vill tacka Heidi Elmér, Jens Iversen, Per Åsberg-Sommar, Per Kvarnström, Jan Schüllerqvist, Ulf Söderström och Marianne Nessén för värdefulla kommentarer på artikeln samt Caroline Jungner och Elizabeth Nilsson för klarspråksgranskning respektive översättning till engelska. De åsikter som uttrycks i artikeln är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

¹ Att penningpolitiken ska inriktas mot en varaktigt låg och stabil inflation är fastslaget i riksbankslagen (SFS 2022:1568). När det reformerade styrsystemet gradvis trädde ikraft under år 2019–2022 gällde den tidigare riksbankslagen (SFS 1988:1385). Där angavs att "målet för Riksbankens verksamhet [skulle] vara att upprätthålla ett fast penningvärde". Riksbanken tolkar sitt uppdrag på samma sätt nu som under tidigare skrivning, nämligen att upprätthålla en stabilt låg inflation. Det är Riksbankens direktion som beslutar vilken nivå styrräntan ska ligga på för att på bästa sätt ge en varaktigt låg och stabil inflation.

Inom ramen för styrsystemet erbjuder Riksbanken en begränsad krets av aktörer möjligheten att ingå finansiella transaktioner med Riksbanken. Det innebär att dessa aktörer, som kallas för penningpolitiska motparter, får en möjlighet att placera eller låna likvida medel hos Riksbanken, och att Riksbanken kan styra deras kostnad för kortfristig likviditetsutjämnning.² På så sätt kan Riksbanken även påverka räntebildningen för motsvarande, eller nära substitut, till dessa transaktioner på penningmarknader med korta löptider (korta penningmarknader). Den räntenivå som Riksbanken etablerar på dessa korta penningmarknader fortplantar sig sedan till marknadsräntor med längre löptider, och påverkar därigenom även de räntor som hushåll och företag möter. Riksbanken kan på så vis påverka räntebildningen, och i förlängningen även realekonomin och inflationen.

I juni 2022 slutförde Riksbanken en reform som hade pågått under ett antal år. Reformen gällde det penningpolitiska styrsystemet.³ Reformen genomfördes eftersom det fanns ett behov av att förvalta och förbättra det befintliga styrsystemet som hade tillämpats sedan 1994. Avsikten var att förbättra räntestyrningen, anpassa styrsystemet till den utveckling som skett på betal- och finansmarknaderna de senaste decennierna samt att bättre rusta styrsystemet för den utveckling som kan komma att ske på dessa marknader framöver.

I den här artikeln redogör vi för hur styrsystemet är utformat och varför det ser ut som det gör. Kort diskuterar vi även i vilken utsträckning styrsystemet fungerar som tänkt - om det uppnår sitt mål, och hur det förhåller sig till andra centralbankers styrsystem och deras utveckling sedan finanskrisen.

Riksbanken har inom ramen för styrsystemet möjlighet att använda ett antal olika instrument utöver de som vi redogör för i den här artikeln. Vi fokuserar på hur styrsystemet används för att implementera den beslutade nivån på styrräntan. Vi redogör därför endast för de instrument som används för att styra marknadsräntor med de kortaste löptiderna samt för att kortsiktigt påverka banksystemets likviditetsställning. Följaktligen diskuterar vi inte andra instrument som Riksbanken kan använda, eller som används av andra anledningar än att implementera nivån på styrräntan. Vi tar därmed inte upp Riksbankens köp och försäljningar av värdepapper på andrahandsmarknaden, vilka påverkar längre marknadsräntor och likviditetsställningen mer långsiktigt, eller Riksbankens användning av valutaswappar.⁴

Artikeln inleds med ett avsnitt där vi förklarar grunderna i hur ett penningpolitiskt styrsystem fungerar. Därefter redogör vi i avsnitt 3 för de viktigaste målen och restriktionerna som har legat till grund för utformningen av Riksbankens styrsystem. I

² En centralbank väljer sin penningpolitiska motparts-krets utifrån vilka aktörer som bedöms vara viktiga för den penningpolitiska transmissionen. Vanligen utgörs motparts-kretsen av kreditinstitut, men kan även inkludera andra typer av finansiella aktörer (Hansson och Wallin Johansson, 2023). Riksbankens penningpolitiska motparter utgörs av kreditinstitut med hemvist eller filial i Sverige, se avsnitt 4.3.

³ Se appendix för en sammanfattning av förändringarna. Se även remissen *Riksbankens nya räntestyrningssystem* samt besluten om reformeringen den 24 september 2019 respektive den 22 mars 2022 för en mer utförlig beskrivning av de förändringar som genomförts samt motiven bakom dem.

⁴ Riksbanken kan använda valutaswappar inom ramen för styrsystemet i syfte att stabilisera dagslåneräntan, men gör det i dagsläget endast i undantagsfall för att förhindra att specifika, valutarelaterade flöden får påverkan på dagslåneemarknaden i svenska kronor.

avsnitt 4 beskriver vi hur styrsystemet är utformat och vilka de huvudsakliga motiven bakom denna utformning är. Avsnittet är uppdelat i tre delar: en för varje grundkomponent i styrsystemet, som är instrument, säkerheter och motparter. I avsnitt 5 utvärderar vi om styrsystemet fungerar som tänkt, det vill säga om det lyckas stabilisera korta marknadsräntor nära styrräntan. I avsnitt 6 belyser vi Riksbankens styrsystem i en internationell kontext och avsnitt 7 består av avslutande ord.

2 Grunder för hur ett styrsystem fungerar

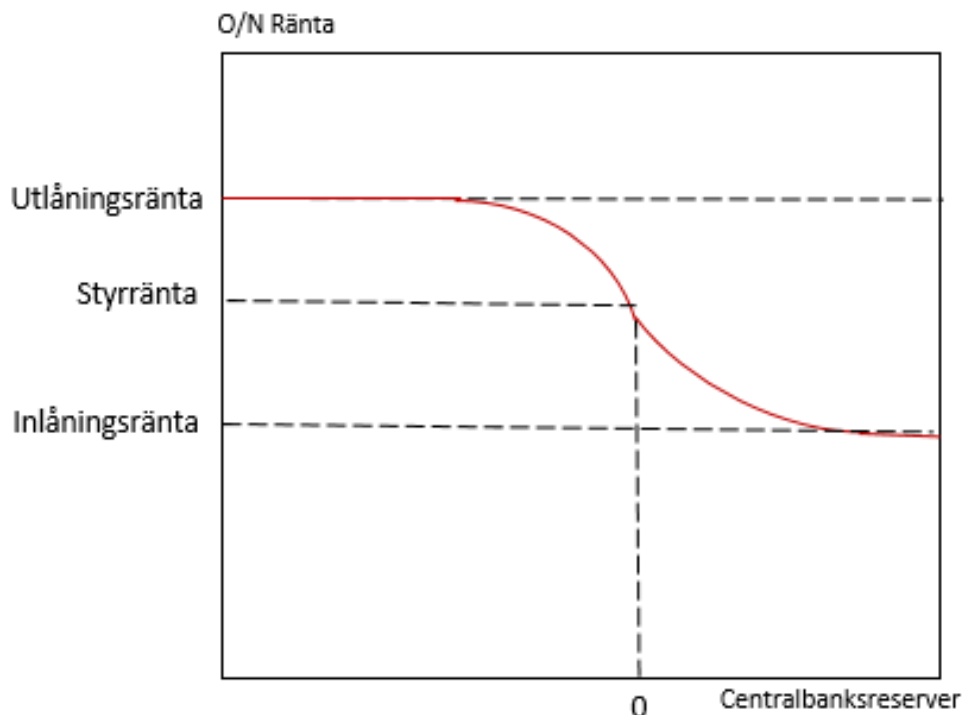
Kärnan i ett penningpolitiskt styrsystem är centralbankens förmåga att bestämma priset på pengar, det vill säga att bestämma till vilka räntor som penningpolitiska motparter kan låna och placera likvida medel i centralbanken. På så sätt kan centralbanken påverka de penningpolitiska motparternas incitament kopplade till deras kortfristiga likviditetsutjämning och styra räntebildningen på penningmarknadens allra kortaste del.

När en motpart placerar pengar i centralbanken kallas det att de håller centralbanksreserver, det vill säga att de har en fordran på centralbanken i den inhemska valutan. Eftersom centralbanken är den mest kreditvärdiga aktören i den inhemska valutan är en sådan fordran en i stort sett riskfri placering.

Centralbanken lånar vanligen även ut likvida medel till sina penningpolitiska motparter. Det gör den oftast till en högre ränta än vad den betalar på centralbanksreserver, se Figur 1 nedan. De två räntorna bildar styrsystemets räntekorridor. Inlåningsräntan, det vill säga den ränta som de penningpolitiska motparterna får för inlåning (centralbanksreserver), utgör golvet i räntekorridoren. Utlåningsräntan, det vill säga den ränta som de betalar för lån från centralbanken, utgör taket i korridoren.

Att det är en skillnad mellan in- och utlåningsräntorna kan skapa incitament för motparterna att hantera sin likviditet på marknaden istället för med centralbanken. Om en penningpolitisk motpart har ett placeringsbehov medan en annan har ett lånebehov kan de mötas på marknaden och komma överens om en ränta som ligger mellan den ränta de skulle få respektive betala hos centralbanken. Det gör att räntekorridoren sätter yttre gränser för räntebildningen mellan penningpolitiska motparter på marknaden för likviditetsutjämning över natten, det vill säga dagslånemarknadens kärna.

Figur 1. Illustration av efterfrågan på centralbanksreserver



Källa: Riksbanken

En central skillnad mellan olika centralbankers styrsystem handlar om hur centralbankens huvudsakliga styrränta förhåller sig till inlåningsräntan respektive utlåningsräntan, samt om centralbanken har en förutbestämd idé om hur mycket centralbanksreserver som centralbankens motparter ska hålla, se faktarutan nedan.

I korridorsystem utgör den huvudsakliga styrräntan vanligen mitten av räntekorridoren, medan den i golvsystem vanligtvis överensstämmer med inlåningsräntan. I ett korridorsystem tillhandahåller centralbanken vanligen den mängd centralbanksreserver som motparterna efterfrågar vid aktuell räntenivå, medan en centralbank med ett golvsystem tillhandahåller mer centralbanksreserver än vad som efterfrågas.

Hur centralbankens huvudsakliga styrränta förhåller sig till in- och utlåningsräntan är också indikativt för var i räntekorridoren som centralbanken vill stabilisera korta marknadsräntor samt vilka ytterligare in- och utlåningsmöjligheter som den erbjuder, det vill säga vilka transaktioner som centralbanken erbjuder sig att genomföra.

Riksbanken tillämpar ett symmetriskt korridorsystem, vilket innebär att avståndet mellan inlåningsräntan och styrräntan är lika stort som avståndet mellan utlåningsräntan och styrräntan. Det innebär också att Riksbanken vill stabilisera korta marknadsräntor i mitten av korridoren.

Den totala mängden centralbanksreserver bestäms alltid av centralbanken eftersom endast den kan förändra banksystemets sammantagna likviditetsställning gentemot

centralbanken.⁵ Normalt tillhandahåller Riksbanken den mängd reserver som banksystemet efterfrågar vid den aktuella räntenivån. Därutöver kan mängden reserver vara större än vad banksystemet efterfrågar till följd av exempelvis kompletterande penningpolitiska åtgärder som värdepappersköp samt att Riksbanken finansierar valutareserven genom att låna svenska kronor av banksystemet. På så vis skapas centralbanksreserver, eller fordringar på centralbanken som penningpolitiska motparter inte har något annat val än att placera i centralbanken.

Faktaruta: Typer av styrsystem⁶

Korridorsystem

I ett korridorsystem styr centralbanken dagslåneräntan mellan penningpolitiska motparter mot mitten av korridoren, i nivå med den huvudsakliga styrräntan. Den huvudsakliga styrräntan ligger vanligen på samma avstånd från korridorens golv, inlåningsräntan, som från korridorens tak, utlåningsräntan. Centralbanken använder marknadsoperationer för att antingen tillföra eller dränera likviditet så att banksystemets likviditetsställning gentemot centralbanken på daglig basis blir nära noll, det vill säga att systemet är i balans. Detta styr dagslåneräntan på marknaden mot mitten av räntekorridoren.

Golvsystem

I ett golvsystem styr centralbanken dagslåneräntan mellan penningpolitiska motparter mot botten av korridoren som utgörs av inlåningsräntan. Vanligen ligger inlåningsräntan på samma nivå som den huvudsakliga styrräntan. Utlåningsräntan utgör taket i korridoren och ligger högre än inlåningsräntan. Centralbanken använder marknadsoperationer för att säkerställa att banksystemet har ett likviditetsöverskott gentemot centralbanken, det vill säga att tillgången till centralbanksreserver överstiger banksystemets efterfrågan vid den aktuella räntenivån. Detta pressar ner dagslåneräntan på marknaden mot inlåningsräntan.

Kvotsystem

I ett kvotsystem slår centralbanken fast en målnivå för efterfrågan och följaktligen utbudet av centralbanksreserver. Målnivån motsvarar summan av individuellt satta kvoter av centralbanksreserver för respektive penningpolitisk motpart. Motparterna kan placera medel i centralbanken upp till den nivå som ges av sina respektive kvoter till en förhållandevis förmånlig ränta som vanligen motsvarar den huvudsakliga styrräntan. För att efterfrågan inte ska överstiga målnivån får motparterna den lägre inlåningsräntan för centralbanksreserver utöver deras kvot.

3 Mål och restriktioner för Riksbankens styrsystem

Det huvudsakliga syftet med ett penningpolitiskt styrsystem är att implementera penningpolitiken genom att styra korta marknadsräntor. I Riksbankens fall är syftet att stabilisera kortfristiga marknadsräntor nära den nivå på styrräntan som Riksbankens

⁵ Likviditetsställning kan även benämnas likviditetsposition.

⁶ Om en centralbank tillämpar kassakrav behöver motparterna hålla en viss, ofta begränsad, mängd reserver. Detta förändrar dock inte mekaniken bakom hur styrsystemen fungerar.

direktion har beslutat.⁷ Att åstadkomma en god räntestyrning där korta marknadsräntor hamnar nära styrräntan har således definierats som det primära målet för Riksbankens penningpolitiska styrsystem.

Det primära målet är dock inte det enda målet för styrsystemet. När en centralbank utformar sitt styrsystem tar den tvärtemot vanligen hänsyn till flera aspekter utöver det. Vilka dessa aspekter är och vilken tyngd de ges varierar mellan centralbanker. Generellt sett har en centralbank dock vanligen tre övergripande aspekter eller mål att förhålla sig till, se Bindseil (2016). Det första är styrsystemets penningpolitiska mål, det vill säga en effektiv räntestyrning. Det andra är ett finansiellt mål och omfattar exempelvis att centralbanken inte bör exponera sig för onödigt stora risker eller snedvridda marknader. Det tredje målet kan benämnas som styrsystemets generella mål och fångar in övriga relevanta aspekter, exempelvis att styrsystemet bör vara effektivt, automatiskt och transparent. Dessa mål, tillsammans med nio kriterier, har formulerats av Bindseil (2016) för att utvärdera styrsystem och belyser att centralbanker bör beakta ett antal olika faktorer när de utformar ett styrsystem, och att de är tätt sammankopplade. Om en centralbank väljer att endast fokusera på ett eller ett fåtal av kriterierna så sker det på bekostnad av de andra.

När Riksbanken reformerade sitt styrsystem beaktades följaktligen ett antal aspekter utöver det övergripande penningpolitiska målet att uppnå en god räntestyrning. De mest centrala aspekterna sammanfattas väl av de mål och restriktioner som Riksbanken har definierat för styrsystemet. De definierar vad Riksbanken vill uppnå med sitt styrsystem och under vilka restriktioner målen ska uppfyllas. Det är de kriterier som Riksbanken utvärderar sitt styrsystem mot, och som varit vägledande för utformningen av styrsystemet. Tabell 1 nedan sammanfattar dessa mål och restriktioner och i de tre efterföljande avsnitten redogörs de för i detalj.

⁷ Se Policy för Riksbankens penningpolitiska styrsystem.

Tabell 1. Mål och restriktioner för Riksbankens styrsystem

Klassificering	Definition
Primärt mål	Korta marknadsräntor ska hamna nära Riksbankens styrränta.
Sekundära mål	Styrsystemet ska vara enkelt, tydligt och förutsägbart.
	De penningpolitiska motparterna ska behandlas lika.
	Genomförandet av räntestyrningen ska vara kostnadseffektivt.
	De operationella riskerna ska vara låga.
Restriktioner	De finansiella riskerna ska vara begränsade.
	Styrsystemet ska inte negativt påverka betalningar i svenska kronor.
	Styrsystemet ska upprätthålla marknadens incitament att hantera och prissätta risk.
	Banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken ska inte påverka styrsystemets måluppfyllelse.

Anm. Styrsystemets mål och restriktioner har uttryckts på lite olika sätt av Riksbanken i olika dokument under reformeringsprocessen. Sammanställning ovan är hämtad från remissen *Riksbankens nya räntestyrningssystem* från juli 2019. Målen och restriktionerna är dock lätt omformulerade jämfört med remissen.

Källa: Riksbanken

3.1 Det primära målet är enbart penningpolitiskt

Det primära målet för Riksbankens styrsystem är att stabilisera korta marknadsräntor nära styrräntan. Det är nämligen de kortfristiga marknadsräntorna som Riksbanken har bäst förmåga att styra genom styrsystemet, och som utgör ankare för längre marknadsräntor.⁸ Att korta penningmarknadsräntor utgör ankare för marknadsräntor med längre löptid beror på att de längre marknadsräntorna i regel bestäms av förväntningar om framtida dagslåneräntor samt av olika riskpremier, som löptids-, likviditets- och kreditriskpremier.⁹ Ett styrsystem som gör det lätt att förutsäga hur de korta marknadsräntorna kommer att utvecklas bidrar därför till att stabilisera räntebildningen även på längre löptider för en rad olika finansiella instrument och marknader.

3.2 De sekundära målen avser övriga mål för styrsystemet

3.2.1 Styrsystemet ska vara enkelt, tydligt och förutsägbart

Ett styrsystem implementeras genom att en centralbank gör, eller erbjuder sig att göra, transaktioner med aktörer på finansiella marknader. För att dessa aktörer ska ha ett intresse av att interagera med centralbanken behöver fördelarna med att sätta sig in i hur styrsystemet fungerar och sedan nyttja det överväga kostnaderna för det. Ett enkelt, automatiskt och tydligt styrsystem sänker därför barriären för aktörer att interagera med Riksbanken. Det gör också att andra relevanta intressenter har lättare

⁸ Den ränta som Riksbanken har bäst förmåga att styra är den för likviditetsutjämning över natten. Likviditetsutjämningen i svenska kronor sker vanligen på en löptid upp till en vecka. Se Kronstedt Metz (2005) för en redogörelse av marknaden för likviditetsutjämning i svenska kronor.

⁹ Se Fransson och Tysklind (2016) för en beskrivning av hur transmissionen från dagslåneräntan till övriga räntor i ekonomin går till.

att förstå hur Riksbanken interagerar med sina penningpolitiska motparter, och varför.

Ett förutsägbart styrsystem skapar också transparens kring hur Riksbanken kommer att agera framöver. Det underlättar för företag och privatpersoner att förutse och agera utifrån de penningpolitiska avvägningarna. På så sätt blir penningpolitiken mer effektiv och transparent.¹⁰

3.2.2 De penningpolitiska motparterna ska behandlas lika

Riksbanken är en myndighet under riksdagen och tillämpar därför den så kallade likabehandlingsprincipen.¹¹ Det är en central princip i svensk rättsordning som innebär att Riksbanken inte får särbehandla någon utan stöd i lagen. Det betyder att Riksbanken i allt väsentligt bör behandla sina penningpolitiska motparter på ett likvärdigt sätt.¹² Eventuella avsteg från principen bör endast göras utifrån objektiva kriterier och om det tydligt gör styrsystemet mer effektivt och resulterar i en bättre räntestyrning.

3.2.3 Det primära målet ska uppnås på ett kostnadseffektivt sätt med låga risker

Styrsystemet ska inte ge upphov till oproportionellt stora finansiella risker för Riksbanken. Detta för att begränsa eventuella finansiella förluster för Riksbanken och säkerställa att Riksbanken alltid kan utföra sina uppgifter och åtaganden självständigt. Styrsystemet ska även omgärdas av så lite operationella risker som möjligt för att säkerställa att styrsystemet alltid implementeras som det är tänkt. Det skapar en trygghet för såväl de penningpolitiska motparterna som för Riksbanken. Styrsystemet ska även vara kostnadseffektivt för att inte slösa med Riksbankens, och i förlängningen, samhällets resurser.

3.3 Restriktioner för styrsystemet

3.3.1 Banksystemets likviditetsställning ska inte påverka måluppfyllelsen

Banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken motsvarar banksystemets totala fordran på, eller skuld till, Riksbanken.¹³ Om banksystemet som helhet har ett underskott på likviditet har banksystemet en skuld till Riksbanken, vilket är en tillgång för Riksbanken. Om banksystemet däremot har ett överskott på likviditet har Riksbanken istället en skuld till banksystemet. Hur stor denna balansräkningspost är varierar över tid och beror på en rad faktorer, såväl endogena som exogena, och

¹⁰ Se exempelvis ECB (2006) för en diskussion om hur förutsägbarhet kring det penningpolitiska styrsystemet och penningpolitiken mer generellt kan påverka dess effektivitet.

¹¹ Denna princip framgår av 5 § andra stycket av förvaltningslagen 2017:900.

¹² Att tillämpa likabehandling utesluter dock inte att Riksbanken kan ställa differentierade krav på penningpolitiska motparter utifrån objektiva kriterier, om det finns goda skäl till det. I dagsläget tillämpas detta exempelvis i förhållande till kraven om rapportering av genomförda transaktioner på penningmarknaden, där de mer aktiva aktörerna på penningmarknaden rapporterar sina transaktioner dagligen medan de penningpolitiska motparter som är mindre aktiva rapporterar årligen.

¹³ Se Kjellberg och Vestin (2019) för en redogörelse av de olika posterna på Riksbankens balansräkning samt vilka faktorer som påverkar dem.

påverkas bland annat av hur Riksbanken hanterar sina övriga balansräkningsposter.¹⁴ Riksbankens policyåtgärder kan också påverka balansräkningen. Ett exempel på det är Riksbankens köp och försäljningar av värdepapper.¹⁵

På grund av att banksystemets likviditetsställning varierar över tid strävar Riksbanken efter att styrsystemet ska uppnå en god räntestyrning oavsett vad den aktuella likviditetsställningen är. Det ska fungera lika bra när banksystemet har ett likviditetsöverskott som när det har ett likviditetsunderskott, men också när det är i balans. Det kallas för att styrsystemet är universellt. Ett universellt styrsystem skapar en flexibilitet för Riksbanken att kunna vidta lämpliga åtgärder vid vart tillfälle utan att det sker på bekostnad av styrsystemets funktionalitet. Det gäller oavsett om Riksbanken vidtar policyåtgärderna av penningpolitiska skäl eller av andra anledningar. Det kan exempelvis handla om att stötta ekonomin under en kraftig recession, att övergå till en egenfinansierad guld- och valutareserv eller att introducera en elektronisk centralbanksvaluta.¹⁶

3.3.2 Styrsystemet ska inte påverka betalmarknaden negativt

I enlighet med riksbankslagen ska Riksbanken utöver sitt penningpolitiska uppdrag och mål bidra till ett effektivt och stabilt finansiellt system, vilket inbegriper att allmänheten ska kunna göra betalningar. Det faller sig därför naturligt att Riksbankens verktyg för att uppnå det penningpolitiska målet inte ska hindra Riksbanken från att uppfylla sina övriga uppdrag. Styrsystemet bör därmed utformas på ett sätt som gör att det kan fungera trots, och utan att hindra, utvecklingen på betalmarknaden.

3.3.3 Styrsystemet ska upprätthålla marknadens incitament att prissätta risk

Det är viktigt för Riksbanken att kunna styra marknadsräntor för att på så sätt kunna påverka ekonomin och i förlängningen inflationen. Samtidigt är det lämpligt att Riksbanken inte påverkar marknaderna mer än nödvändigt, det vill säga att Riksbanken inte bidrar till att tränga ut vissa marknadssegment eller väsentligt förändrar marknadernas dynamik. Att upprätthålla, eller i alla fall inte underminera, de finansiella marknadernas incitament att prissätta risk är ett sätt att säkerställa det.

¹⁴ Med endogen avses sådan påverkan som uppstår till följd av Riksbankens beslut, medan exogen påverkan uppkommer till följd av sådant som ligger utanför Riksbankens kontroll. Endogena faktorer kan Riksbanken i viss mån förutse och påverka. En sådan endogen faktor är hur Riksbanken ska finansiera utdelningar till staten och när de ska betalas, eller hur stor guld- och valutareserven bör vara. Exogena faktorer ligger utanför Riksbankens kontroll. Ett exempel på det är mängden utestående sedlar och mynt, som bestäms av allmänhetens efterfrågan.

¹⁵ Riksbankens transaktioner i värdepapper av penningpolitiska skäl är ett exempel på policyåtgärder som påverkat banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken. Köpen av värdepapper finansierades med en ökning av den penningpolitiska skulden, vilket ökade banksystemets likviditetsöverskott. Riksbanken låter för närvarande värdepappersinnehaven avvecklas genom förfall och försäljningar, vilket bidrar till att likviditetsöverskottet åter minskar.

¹⁶ Samtliga av dessa åtgärder påverkar banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken. Förutsättningarna för att genomföra dessa och liknande åtgärder skulle därför se annorlunda ut om Riksbankens styrsystem inte skulle ha denna restriktion.

4 Utformningen av Riksbankens styrsystem

I detta avsnitt redogör vi för hur Riksbankens styrsystem är utformat och vilka de huvudsakliga motiven bakom denna utformning är. Avsnittet är uppdelat i tre delar:

4.1 redogör för styrsystemets instrument, 4.2 för de säkerhetskrav som Riksbanken tillämpar för styrsystemet och 4.3 för Riksbankens motpartskrets i styrsystemet.

4.1 Instrumenten i det penningpolitiska styrsystemet

Instrumenten i Riksbankens penningpolitiska styrsystem utgörs av placerings- och utlåningsmöjligheter i Riksbanken. Instrumenten kan delas in i två kategorier: stående faciliteter och marknadsoperationer. **Stående faciliteter** styr marginalkostnaden för likviditet över natten, det vill säga kostnaden för motparternas sista lånade eller placerade krona. De sätter därmed de yttre gränserna för Riksbankens räntekorridor och för dagslåneräntan mellan de penningpolitiska motparterna.

Marknadsoperationer är olika former av transaktioner som tillfälligt påverkar banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken. Syftet med dessa är att stabilisera dagslåneräntan i mitten av korridoren, nära styrräntan. De är också ett viktigt verktyg för att tydligt signalera nivån på styrräntan.

4.1.1 Utformningen av styrsystemets instrument

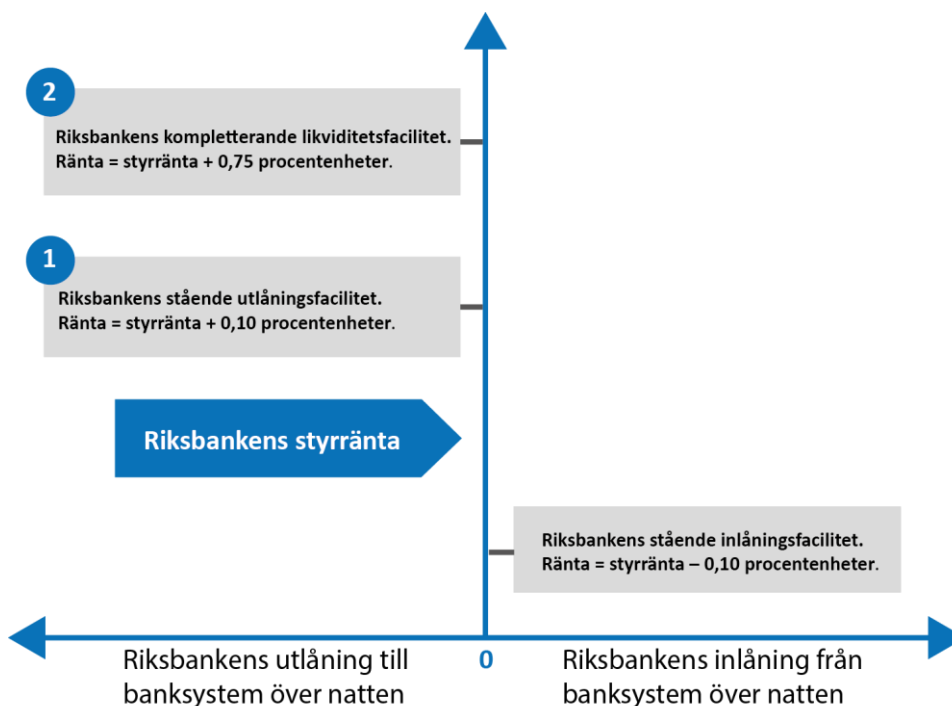
Riksbanken har **stående faciliteter** för både in- och utlåning. Gemensamt för dem är att de har en löptid över natten och att de penningpolitiska motparterna alltid kan utnyttja dem på eget initiativ.¹⁷ Se Figur 2 nedan för en illustration av de stående faciliteterna.

Om en penningpolitisk motpart har ett överskott på likviditet vid slutet av dagen har den möjlighet att placera det i Riksbankens stående inlåningsfacilitet över natten. Det finns ingen övre gräns för hur mycket motparterna får placera i den stående inlåningsfaciliteten och den ränta de får, inlåningsräntan, motsvarar styrräntan med ett avdrag om 10 räntepunkter.¹⁸ Om en motpart istället har ett underskott vid slutet av dagen, ges den i första hand möjlighet att låna via Riksbankens stående utlåningsfacilitet. I faciliteten får motparterna låna en obegränsad volym i utbyte mot att de lämnar tillräckligt med primära säkerheter (se avsnitt 4.2.1) i pant till Riksbanken. Den ränta som de betalar, utlåningsräntan, motsvarar den styrränta som vid tillfället gäller med ett tillägg om 10 räntepunkter. Räntorna på dessa två faciliteter skapar en 20 räntepunkter bred korridor som sätter gränserna för räntorna på dagslånemarknaden (se avsnitt 2).

¹⁷ Formellt sett löper kredit respektive inlåning under de stående faciliteterna från bytet av valutadag i RIX till dess att RIX-RTGS öppnar för likviditetsöverföringar påföljande valutadag. Tidpunkten för detta är normalt klockan 18.00–19.00.

¹⁸ En räntepunkt är en hundradels procentenhet och är ett begrepp som vanligen används i finansiella sammanhang. 10 räntepunkter är följaktligen detsamma som 0,10 procentenheter. Räntepunkt kan även benämnas baspunkt.

Figur 2. Stående faciliteter i Riksbankens styrsystem



Anm. Rutorna med siffror refererar till de säkerhetsmassor som krävs för att nyttja respektive utlåningsfacilitet: primär (ruta 1) respektive sekundär (ruta 2) säkerhetsmassa.

Källa: Riksbanken

Om en penningpolitisk motpart inte har tillräckligt med primära säkerheter för att täcka sitt lånebehov i den stående utlåningsfaciliteten kan den låna den överskjutande volymen i den kompletterande likviditetsfaciliteten. I faciliteten kan nämligen motparterna låna mot en bredare krets av säkerheter (sekundära säkerhetsmassan, se avsnitt 4.2.1), men då till en högre ränta. Likviditetsfacilitetsräntan motsvarar styrräntan med ett tillägg om 75 räntepunkter.

Till skillnad från stående faciliteter erbjuder Riksbanken **marknadsoperationer** endast vid specifika tillfällen som Riksbanken bestämmer, vanligen en gång i veckan, och i begränsad volym.¹⁹ Om Riksbanken erbjuder motparter möjligheten att placera eller låna likviditet i marknadsoperationer beror på om banksystemet som helhet har ett överskott eller underskott på likviditet gentemot Riksbanken.

När banksystemet har ett likviditetsöverskott erbjuder Riksbanken motparterna en placeringsmöjlighet, det vill säga att Riksbanken dränerar banksystemet på likviditet. Det genomförs genom att Riksbanken erbjuder sig att emittera riksbankscertifikat. Riksbankscertifikaten emitteras till en ränta motsvarande den aktuella styrräntan och har vanligen en veckas löptid. Riksbankscertifikaten som är en typ av värdepapper kan

¹⁹ På grund av att marknadsoperationerna erbjuds i begränsad volym erbjuds de genom ett auktionsförfarande där motparter lämnar bud om önskad volym. Om auktionerna övertecknas så tillämpar Riksbanken tilldelning pro rata i auktionerna.

även omsättas på andrahandsmarknaden. Det är också möjligt för motparterna att sälja tillbaka riksbankscertifikaten till Riksbanken innan de förfaller.

På grund av att det svenska banksystemet har haft ett likviditetsöverskott gentemot Riksbanken sedan 2008 har de huvudsakliga marknadsoperationerna sedan dess utgjorts av emissioner av riksbankscertifikat. Om banksystemet däremot hade haft ett likviditetsunderskott gentemot Riksbanken skulle Riksbanken erbjuda motparterna utlåning i marknadsoperationerna, det vill säga tillföra banksystemet likviditet. Det skulle då genomföras antingen genom att Riksbanken erbjuder penningpolitiska repor eller utlåning. Båda skulle göras med en veckas löptid, till den aktuella styrräntan och mot den primära säkerhetsmassan, se avsnitt 4.2.

Oavsett om Riksbanken använder marknadsoperationer för att tillföra eller dränera banksystemet på likviditet erbjuds marknadsoperationerna i en begränsad volym, vanligen motsvarande banksystemets aktuella likviditetsställning gentemot Riksbanken.²⁰ När motparternas sammanlagda efterfrågan på att placera eller låna likvida medel motsvarar den volym som Riksbanken erbjuder balanseras systemet nära noll under marknadsoperationens löptid. Det medför att dagslåneräntan mellan de penningpolitiska motparterna stabiliseras nära styrräntan. Det är dock vanligt att motparter väljer att hålla en mindre likviditetsbuffert, och därmed inte efterfrågar hela den erbjudna volymen. Det gör de för att på egen hand kunna hantera variationer och överraskningar i sina prognostiserade in- och utflöden av betalningar under marknadsoperationens löptid.

Genom att begränsa den erbjudna volymen i marknadsoperationer minskar Riksbanken risken för att banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken byter tecken under marknadsoperationernas löptid, det vill säga att banksystemet som helhet går från ett överskott till ett underskott eller vice versa. Det innebär att motparterna snabbt går från att behöva placera pengar, till att låna pengar, eller vice versa, och är önskvärt att undvika eftersom det riskerar att orsaka onödig volatilitet i dagslånemarknaden.

Instrumentens syfte och centrala egenskaper sammanfattas i Tabell 2 nedan och i efterföljande avsnitt redogör vi för skälen bakom deras utformning i närmare detalj.

²⁰ Riksbanken har vid ett antal tillfällen och längre perioder frångått denna princip och erbjudit en mindre emissionsvolym än banksystemets sammantagna likviditetsställning gentemot Riksbanken. Detta för att förebygga störningar i räntebildningen när särskilda förhållanden förelegat. Se fotnot 38 för mer information om när och varför Riksbanken senast tillämpade avvikelser från principen.

Tabell 2. Riksbankens instrument i styrsystemet

Instrument	Syfte	Centrala egenskaper
Stående inlåningsfacilitet	Används för att hantera tillfälliga likviditetsöverskott vid slutet av dagen samt utgöra golvet för räntebildning på dagslånemarknaden.	<ul style="list-style-type: none"> - Inlåning - På motparters begäran - Löptid över natten - Inlåningsräntan
Stående utlåningsfacilitet	Används för att hantera tillfälliga likviditetsunderskott vid slutet av dagen samt utgöra taket för räntebildning på dagslånemarknaden.	<ul style="list-style-type: none"> - Utlåning mot säkerhet - På motparters begäran - Löptid över natten - Utlåningsräntan - Primär säkerhetsmassa
Kompletterade likviditetsfacilitet	Används som back-stop och för att hantera tillfälliga likviditetsunderskott vid slutet av dagen i de fall då motparterna inte har tillräckliga primära säkerheter.	<ul style="list-style-type: none"> - Utlåning mot säkerhet - På motparters begäran - Löptid över natten - Likviditetsfacilitetsräntan - Sekundär säkerhetsmassa
Emission av riksbankscertifikat	Används för att balansera systemet när banksystemet har ett strukturellt likviditetsöverskott gentemot Riksbanken.	<ul style="list-style-type: none"> - Inlåning - Riksbanken styr utbudet - Löptid på en vecka - Styrräntan
Penningpolitiska repor/ utlåning på längre löptid	Används för att balansera systemet när banksystemet har ett strukturellt likviditetsunderskott gentemot Riksbanken.	<ul style="list-style-type: none"> - Utlåning mot säkerhet - Riksbanken styr utbudet - Löptid på en vecka - Styrräntan - Primär säkerhetsmassa

Källa: Riksbanken

4.1.2 Skälen till instrumentens utformning

Korridorsystemet är universellt och flexibelt

Som vi beskrev i avsnitt 2 finns det tre dominerande kategorier av styrsystem, varav Riksbanken tillämpar ett korridorsystem. Denna kategori av styrsystem svarar nämligen enligt Riksbankens bedömning bäst upp mot de mål och restriktioner som definierats för styrsystemet.

Ett korridorsystem kan fungera väl oavsett hur banksystemets likviditetsställning är gentemot centralbanken. Detta i motsats till golv- och kvotssystem som kräver att banksystemet har ett likviditetsöverskott. Korridorsystemet är därmed universellt, vilket har flera viktiga fördelar. Det skapar exempelvis en flexibilitet för Riksbanken att kunna vidta lämpliga policyåtgärder utan att det sker på bekostnad av styrsystemets funktionalitet. Detta är viktigt eftersom policyåtgärder ofta påverkar Riksbankens balansräkning, se avsnitt 3.3.1. Att styrsystemet är universellt skapar också förutsättningar för ett robust styrsystem som håller över tid. Det är exempelvis en öppen fråga hur digitala centralbanksvalutor och andra innovationer på betalmarknaden eller det finansiella systemet i stort kan komma att påverka banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken framöver.

Eftersom korridorsystemet inte kräver att Riksbanken upprätthåller ett likviditetsöverskott, och därmed har en stor balansräkning är det också förknippat med mindre finansiella risker än de övriga två huvudtyperna av styrsystem. Det minskar exempelvis risken att Riksbanken gör stora finansiella förluster på grund av

att tillgångar som hålls på balansräkningen för att upprätthålla likviditetsöverskottet varierar i värde. Det finns även en risk att ett banksystem som försätts i ett permanent likviditetsöverskott efterfrågar mer och mer likviditet, vilket kräver att centralbankens balansräkning fortsätter växa.²¹ Denna risk minskar för Riksbank som genom korridorsystemet signalerar att Riksbanken inte avser att permanent upprätthålla en situation där banksystemet har ett likviditetsöverskott.

Ett korridorsystem kan också skapa incitament för motparter att i första hand söka marknadslösningar för sin dagliga likviditetsutjämning, och vända sig till centralbanken i andra hand, se avsnitt 2.2. Det innebär att Riksbanken genom att tillämpa ett korridorsystem kan förbättra incitamenten för en aktiv penningmarknad.

En smal korridor begränsar volatilitet i dagslåneräntan

Riksbanken tillämpar en smal symmetrisk räntekorridor om 20 räntepunkter. Att korridoren är symmetrisk, snarare än asymmetrisk, ger en tydlig signal om styrräntan. Om banksystemets likviditetsställning över natten är balanserad blir väntevärdet för dagslåneräntan mellan penningpolitiska motparter nämligen lika med styrräntan.

I ett korridorsystem är bredden på korridoren är en avvägning mellan att å ena sidan skapa incitament för motparterna att söka marknadslösningar för sin likviditetshantering, å andra sidan begränsa volatiliteten i dagslåneräntan.²² Med en bred korridor får motparterna starkare incitament att använda sig av marknadslösningar för sin likviditetshantering eftersom det blir dyrare att vända sig till centralbanken. Samtidigt innebär det att fluktuationerna i dagslåneräntan, som vanligen begränsas av nivån på centralbankens in- och utlåningsräntor, kan bli stora. Enligt samma resonemang avtar incitamenten att söka marknadslösningar när korridoren görs smalare. Det gör även fluktuationerna i dagslåneräntan. Samtidigt bör det beaktas att interbankaktiviteten i Sverige, liksom i flera andra länder, har minskat betydligt efter den globala finanskrisen.

Riksbanken bedömer att de två motiven balanseras väl när korridoren är 20 räntepunkter bred. En sådan korridorbredd bör ge motparterna incitament till en viss aktivitet på interbankmarknaden, särskilt eftersom Riksbanken erbjuder kredit i den stående utlåningsfaciliteten endast mot högkvalitativa säkerheter, se avsnitt 4.2. Samtidigt bör det säkerställas att alternativkostnaden för att låna eller placera i Riksbanken inte är alltför hög och att dagslåneräntan mellan penningpolitiska motparter inte fluktuerar med mer än 20 räntepunkter på en dag. Det skapar goda förutsättningar för en förutsägbar räntebildning.

Utifrån ett räntestyrningsperspektiv spelar det ingen roll för Riksbanken om de penningpolitiska motparterna lånar likvida medel i utlåningsfaciliteten eller om de placerar i inlåningsfaciliteten, se avsnitt 2. Av olika skäl finns det dock vanligtvis ett stigma förknippat med att låna från centralbanken. En smal korridor där Riksbanken

²¹ Se exempelvis Acharya m.fl. (2022) för en diskussion om drivkrafterna bakom detta fenomen.

²² Se exempelvis Bindseil och Jablecki (2011) för en empirisk studie om hur korridorbredden påverkar volatilitet i dagslåneräntor och hur motparter väljer att hantera sin likviditetsutjämning.

lånar ut mot högkvalitativa säkerheter borde kunna minska detta stigma och dämpa de penningpolitiska motparternas ovilja att vid behov utnyttja utlåningsfaciliteterna.

Två utlåningsfaciliteter gör en smalare räntekorridor möjlig och stärker incitamenten att använda högkvalitativa säkerheter

Som framgår ovan finns det tydliga fördelar med att tillämpa en smal, symmetrisk korridor. En sådan korridor förutsätter dock att utlåningsräntan inte skiljer sig markant från styrräntan, vilket är en förhållandevis generös prissättning. För att motivera denna generösa prissättning anser Riksbanken att en motpart bör lämna högkvalitativa säkerheter i pant. Samtidigt är det angeläget för Riksbanken att inte minska motparternas sammantagna möjligheter att vid behov kunna byta säkerheter mot likviditet. Därför erbjuder Riksbanken två utlåningsfaciliteter med olika säkerhetskrav och räntesättning.

Riksbanken tillämpar en större skillnad i faciliteternas utlåningsräntor än vad motsvarande skillnad är för att på repomarknaden låna mot de två olika typerna av säkerheter. Detta för att dels stärka motparternas incitament att söka marknadslösningar för sin likviditetsutjämning, dels skapa incitament för att i första hand använda statspapper och centralbanksfordringar (primära säkerhetsmassan) som säkerhet vid kredit från Riksbanken, och i andra hand använda något mer riskfyllda, men ändå betryggande, säkerheter (sekundära säkerhetsmassan). Därtill minskar det den kreditrisk Riksbanken exponeras mot. Det kan även ses som att Riksbanken främst styr räntan på lån mot de säkrare tillgångarna, och att marknaden själv får sätta relativpriset mot andra tillgångar.

4.2 Säkerheterna inom det penningpolitiska styrsystemet

Riksbanken lämnar endast krediter till de penningpolitiska motparterna mot att de lämnar betryggande säkerheter i pant. Det är en skyldighet som följer av riksbankslagen. Dessutom är det ett sätt för Riksbanken att begränsa sina kreditrisker, och därigenom skydda sitt kapital. Ramverket för säkerheter styr dels vilka värdepapper och valutor Riksbanken accepterar som säkerhet, dels hur de värderas. Därtill är ramverket ett verktyg som Riksbanken kan använda för att styra motparternas kostnader och incitament för att låna från Riksbanken.

Att Riksbanken endast ger kredit mot säkerhet innebär att det inte är nödvändigt att tillämpa olika räntevillkor för olika motparter beroende på deras kreditvärdighet. Att Riksbanken tillämpar ett ramverk för samtliga motparter innebär att motparterna behandlas lika. Det förenklar också styrsystemet, vilket bidrar till en tydlig och transparent penningpolitisk signalering.

4.2.1 Krav som Riksbanken ställer avseende säkerheter

Riksbanken accepterar säkerheter som i huvudsak utgörs av olika typer av svenska och utländska värdepapper med hög kreditvärdighet. I viss mån godtas även säkerheter i form av valuta.

För att ett värdepapper ska godtas som säkerhet behöver det uppfylla en rad kvalifikationskrav. Det behöver bland annat ha ett högt kreditbetyg, en viss utestående volym, vara emitterat av en godkänd aktör med hemvist i ett land som Riksbanken godkänner, vara noterat på en reglerad marknad, kontofört enligt särskilda regler samt vara utställt i en valuta som Riksbanken godkänner.²³

Säkerheterna som de penningpolitiska motparterna lämnar i pant hos Riksbanken värderas dagligen. Det aktuella marknadsvärdet utgör grunden för Riksbankens värdering, men för att säkerheterna ska anses betryggande görs även värderingsavdrag (eng. haircuts) för värdepappernas likviditets-, löptids- och valutarisk.²⁴ Detta justerade värde är det som sedan utgör grunden för hur mycket en penningpolitisk motpart kan låna från Riksbanken (se avsnitt 4.1).

Ifall de pantsatta säkerheterna i stor utsträckning utgörs av ett enskilt tillgångsslag möter Riksbanken en koncentrationsrisk. För att minska den tillämpar Riksbanken även villkor som reglerar sammansättningen av de säkerheter penningpolitiska motparter ställer. Dessa villkor innebär att det finns gränser för hur stor andel av de ställda säkerheterna som får utgöras av säkerställda obligationer samt hur stor andel som får vara utgiven av en och samma emittent, eller flera emittenter med nära koppling till varandra.

Dessa villkor utgör grunden för vilka säkerheter som Riksbanken accepterar som säkerhet vid lån, och hur de värderas. Därutöver gör Riksbanken en uppdelning av säkerheterna i två säkerhetsmassor, en primär och en sekundär. Det är en följd av hur utlåningsfaciliteterna är utformade (se avsnitt 4.1.1). Motparten kan använda den primära säkerhetsmassan vid lån i den stående utlåningsfaciliteten och den sekundära säkerhetsmassan vid lån i den kompletterande likviditetsfaciliteten. Båda säkerhetsmassor accepteras för intradagskrediter i Riksbankens betalningssystem RIX.

Den primära säkerhetsmassan utgörs av:

- i. värdepapper utgivna av en stat
- ii. värdepapper utgivna av en centralbank
- iii. andra fordringar på en centralbank.

Den sekundära säkerhetsmassan utgörs av övriga säkerheter som Riksbanken accepterar. Dessa är:

- i. värdepapper utgivna av mellanstatliga organisationer
- ii. värdepapper som är garanterade av en stat
- iii. säkerställda värdepapper
- iv. värdepapper utgivna av så kallade agencies²⁵
- v. övriga värdepapper som uppfyller Riksbankens villkor.

²³ Se Villkor för RIX och penningpolitiska instrument, Bilaga H4 Anvisningar Säkerheter, för en detaljerad redogörelse för de krav som ställs på värdepapper för att accepteras som säkerhet. Kravet om att säkerheten ska vara noterat på en reglerad marknad gäller inte för riksbankscertifikat.

²⁴ Se Villkor för RIX och penningpolitiska instrument, Bilaga H4 Anvisningar Säkerheter, för en detaljerad redogörelse av de värderingsavdrag som Riksbanken tillämpar.

²⁵ Med agencies menas vissa aktörer med statliga eller delstatliga garantier, som amerikanska Federal Home Loan Mortgage Corporation ("Freddie Mac") och Federal National Mortgage Association ("Fannie Mae"), europeiska European Financial Stability Facility (EFSF) samt tyska Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW). Se bilaga 2 till bilaga H4 i Villkor för RIX och Penningpolitiska instrument för den fullständiga listan.

4.2.2 Skälen till de krav som Riksbanken ställer beträffande säkerheter

Flera typer av säkerheter accepteras så att motparter alltid kan låna vid behov

Riksbanken accepterar ett flertal valutor, värdepapper och fodringar som säkerhet för att säkerställa att de penningpolitiska motparterna kan låna från Riksbanken om de behöver. Generellt sett accepterar Riksbanken skuldförbindelser från de länder som Riksbanken bedömer har ett jämförbart skydd för investerare som i Sverige.

De säkerheter Riksbanken accepterar för utlåning i det penningpolitiska styrsystemet motsvarar också de säkerheter som Riksbanken accepterar för intradagskrediter i betalningssystemet RIX.²⁶ På så sätt säkerställer Riksbanken att det inte uppstår en situation där de penningpolitiska motparterna kan låna över dagen men inte kan rulla krediten över natten.

Grunderna för värderingsavdrag är samma för alla typer av säkerheter

Riksbanken tillämpar olika räntor för utlåning mot primär respektive sekundär säkerhetsmassa. Den distinktionen är tydlig genom att Riksbanken har två separata utlåningsfaciliteter, den stående utlåningsfaciliteten och den kompletterande likviditetsfaciliteten. Den främsta anledningen till att Riksbanken differentierar mellan säkerhetsmassorna på detta sätt, det vill säga tillämpar olika räntor, och inte genom att använda olika värderingsavdrag för de olika säkerhetsmassorna, är att Riksbanken på så vis inte gör det dyrare för motparterna att använda sekundär säkerhetsmassa vid kredit över dagen. Därtill gör det ramverket för säkerheter både enklare och tydligare.

Se avsnitt 4.1.2 för en förklaring av varför Riksbanken differentierar mellan utlåning mot primär respektive sekundär säkerhetsmassa.

4.3 Motparterna inom det penningpolitiska styrsystemet

De penningpolitiska motparterna är de enda aktörerna som har tillgång till Riksbankens stående faciliteter och marknadsoperationer. Det betyder att det är dessa aktörer som gör det möjligt för Riksbanken att agera på finansiella marknader. Riksbankslagen begränsar Riksbankens möjliga motpartsrets till finansiella företag. Därutöver har Riksbanken formulerat ett antal kriterier en aktör måste uppfylla för att kvalificera som motpart till Riksbanken. Dessa är utformade på ett sådant sätt att Riksbankens motpartsrets framförallt återspeglar de typer av aktörer som är viktiga för den penningpolitiska transmissionen i Sverige.

Riksbanken såg inte över den penningpolitiska motpartsretsen när styrsystemet reformerades mellan år 2019 och 2022. I nästa avsnitt redogör vi därför för hur motpartsretsens utformning har motiverats historiskt sett.

²⁶ Räntefri intradagskredit i betalningssystemet RIX ges mot såväl primär som sekundär säkerhetsmassa.

4.3.1 Riksbankens penningpolitiska motpartskrets

Instrumenten i Riksbankens styrsystem är utformade för att underlätta den kortfristiga likviditetshanteringen i svenska kronor samt för att påverka priset på den (se avsnitt 2). De penningpolitiska motparterna behöver följaktligen bestå av aktörer som har behov av att delta i denna likviditetsutjämning samt är tongivande för räntebildningen på den korta penningmarknaden. Motparterna behöver också påverka övrig räntebildning i ekonomin, så att transmissionen från styrsystemet till realekonomin ska fungera väl.

För att Riksbanken inte ska exponera sig för onödigt stora finansiella eller operationella risker, samt för att styrsystemet ska vara kostnadseffektivt är det samtidigt lämpligt att motpartskretsen inte är för stor.

Mot bakgrund av detta har Riksbanken gjort avvägningen att den penningpolitiska motpartskretsen ska bestå av aktörer som är kreditinstitut med hemvist eller filial i Sverige och som är deltagare i Riksbankens betalningssystem RIX. Aktörer som uppfyller dessa kriterier kan ansöka om att vara penningpolitisk motpart.²⁷ I efterföljande avsnitt redogör vi för skälen bakom denna utformning i närmare detalj.

4.3.2 Skälen till Riksbankens utformning av den penningpolitiska motpartskretsen

Penningpolitiska motparter ska ha hemvist eller filial i Sverige

Riksbankens styrsystem syftar till att påverka räntebildningen i svenska kronor och i förlängningen påverka den svenska samhällsekonomin. Därför behöver Riksbanken ha penningpolitiska motparter som är aktiva på svenska finansiella marknader.

Att kräva att motparterna har hemvist eller filial i Sverige är ett sätt att begränsa motpartskretsen till de aktörer som har anknytning till den svenska finansiella sektorn och därmed kan anses vara relevanta för Riksbankens syften, det vill säga att bedriva penningpolitik i svenska kronor.

Penningpolitiska motparter ska vara kreditinstitut

Den svenska ekonomin, eller snarare finansieringen av den, är i hög utsträckning bankbaserad.²⁸ De större bankerna i Sverige är dessutom universalbanker och har en dominerande roll även som intermediärer på de svenska kapitalmarknaderna. Det innebär att bankerna är de aktörer som påverkar finansieringsvillkoren för flest aktörer i Sverige. Eftersom bankerna är betalningsförmedlare har de även traditionellt sett ett behov av att hantera tillfälliga över- och underskott av likviditet. Genom att styra bankernas kostnad för att hantera sin likviditet kan Riksbanken således påverka ränteläget för en vid krets av aktörer.

²⁷ Utöver detta måste penningpolitiska motparter uppfylla en rad ytterligare krav, specificerade i Villkoren för RIX och penningpolitiska instrument.

²⁸ Notera att kreditinstitut inkluderar fler aktörer än endast banker men att kreditinstitut och banker här används synonymt för enkelhets skull.

Penningpolitiska motparter ska vara deltagare i betalningssystemet RIX

För att en penningpolitisk motpart rent praktiskt ska kunna nyttja stående faciliteter måste den ha tillgång till ett konto i Riksbankens centrala betalningssystem RIX. Till följd av det kräver Riksbanken att penningpolitiska motparter ska ha ett eget konto i RIX och inte agera genom en korrespondentbank. Bakgrunden till detta krav är att Riksbanken vill upprätthålla en hög grad av automatik i de penningpolitiska transaktionerna som inte ska kräva en aktiv handling från motpartens sida, samt minska de operativa riskerna.

5 Styrsystemets måluppfyllelse

I förra avsnittet redogjorde vi för styrsystemets olika beståndsdelar, hur de är utformade och varför. I detta avsnitt tar vi ett steg tillbaka och ser till helheten. Vi redogör för hur väl styrsystemet lyckas uppnå det primära målet att stabilisera korta marknadsräntor nära styrräntan. Vår slutsats, som vi utvecklar i avsnitt 5.2 och 5.3, är att måluppfyllelsen har varit god eftersom Riksbanken har lyckats stabilisera dessa nära styrräntan. I avsnitt 5.1 redogör vi för utgångspunkterna för vår analys.

5.1 Utgångspunkterna för analysen

Riksbanken har störst möjlighet att styra den ränta som penningpolitiska motparter möter för likviditetsutjämning över natten. För att utvärdera hur väl styrsystemet fungerat för att nå det primära målet är det därför lämpligt att i ett första led granska nivån på den räntan. I ett andra led är det lämpligt att granska nivån på den ränta som en vidare krets av aktörer möter för motsvarande icke-säkerställda transaktioner (*dagslån*). Den ränta som dessa aktörer möter kan sägas utgöra det första steget i transmissionen av Riksbankens styrränta genom styrsystemet till samhällsekonomin.

Samtidigt är det primära målet inte begränsat till endast en ränta eller en löptid. Det gör att vi behöver granska fler marknadsräntor för att utvärdera hur väl styrsystemet lever upp till målet. De två marknader som ligger närmast till hands är repomarknaden och valutaswapmarknaden.²⁹ De är två marknader som är oerhört viktiga för kortfristig likviditetsutjämning i svenska kronor. I förhållande till dagslånegommarknaden har de även vuxit i betydelse under det senaste decenniet. På **valutaswapmarknaden** kan aktörerna skaffa sig kortfristig likviditet i kronor genom att tillfälligt lämna ifrån sig likviditet i utländsk valuta. På **repomarknaden** byter aktörerna likvida medel mot säkerheter.³⁰

Valutaswapmarknaden är viktig för svenska aktörers kortfristiga likviditetshantering. Men den påverkas av ett stort antal faktorer bortom Riksbankens penningpolitiska styrsystem. Prissättningen på FX-swappar beror exempelvis på aktuella och

²⁹ Se Kronstedt Metz (2005) för en beskrivning av vilka marknader och instrument som används för likviditetsutjämning i svenska kronor.

³⁰ Det kan argumenteras att den svenska repomarknaden numera används främst för att få tag på värdepapper som aktörerna av olika anledningar vill låna, speciellt när det gäller repor mot statsobligationer. Men repomarknaden utgör alltså ett sätt för aktörerna att hantera sin likviditet på marknaden genom att ställa säkerheter.

förväntade räntor i såväl svenska kronor som den aktuella utländska valutan. På grund av detta, och att vi i denna artikel fokuserar på hur väl styrsystemet fungerar för målet som gäller räntebildningen i svenska kronor, diskuterar vi endast räntebildningen på dagslånemarknaden samt repomarknaden i efterföljande avsnitt.

Uppgifter om räntebildningen baseras på de data Riksbanken begär in från sina penningpolitiska motparter över deras genomförda transaktioner på den kortaste delen av svensk penningmarknad.^{31, 32} Dessa data används löpande av Riksbanken för att utvärdera implementeringen av Riksbankens penningpolitik. Därtill används en delmängd av dessa data för att fastställa den transaktionsbaserade referensräntan Swestr.

5.2 Dagslånemarknaden³³

Den ränta som penningpolitiska motparter möter för sin likviditetsutjämning över natten definierar vi som ett volymviktat genomsnitt av räntorna på de transaktioner som motparterna genomför dels med Riksbanken, dels med andra penningpolitiska motparter. I Figur 3 nedan redovisar vi hur denna ränta har utvecklats från halvårsskiftet 2021 till halvårsskiftet 2023. Som framgår av figuren har Riksbanken under perioden höjt styrräntan från 0,00 procent till 3,50 procent.³⁴ Det kan också noteras att Riksbanken under samma period gick från att köpa räntebärande värdepapper på andrahandsmarknaden till att sälja dem.³⁵ Banksystemet har dock haft ett betydande likviditetsöverskott gentemot Riksbanken under hela den observerade perioden, omkring 1 000 miljarder kronor eller mer, se Figur 4.³⁶

Av Figur 3 framgår att räntan för penningpolitiska motparters likviditetsutjämning har haft en god följsamhet med Riksbankens styrränta. Under perioden i figuren har räntan för de penningpolitiska motparternas sammantagna likviditetsutjämning legat mellan 1 och 5 räntepunkter under styrräntan.³⁷ Räntan har alltså legat stabilt nära styrräntan och inom styrsystemets räntekorridor. Denna stabila avvikelse från styrräntan tyder på att styrsystemet fungerar väl i såväl en lågräntemiljö som i en högräntemiljö.

³¹ I enlighet med Villkor för RIX och penningpolitiska instrument begär Riksbanken in data om genomförda transaktioner dels penningpolitiska motparter emellan, dels mellan penningpolitiska motparter och en vidare krets av aktörer. Det är transaktioner med en löptid till och med tio dagar som ska rapporteras till Riksbanken.

³² I vår analys använder vi oss även av data på utnyttjandet av Riksbankens stående faciliteter och marknadsoperationer.

³³ Ett dagslån är en icke-säkerställd transaktion med löptid över natten där en av parterna lånar ut likvida medel till den andra.

³⁴ Riksbankens beslut den 28 juni 2023 att höja styrräntan till 3,75 procent tillämpades från den 5 juli 2023.

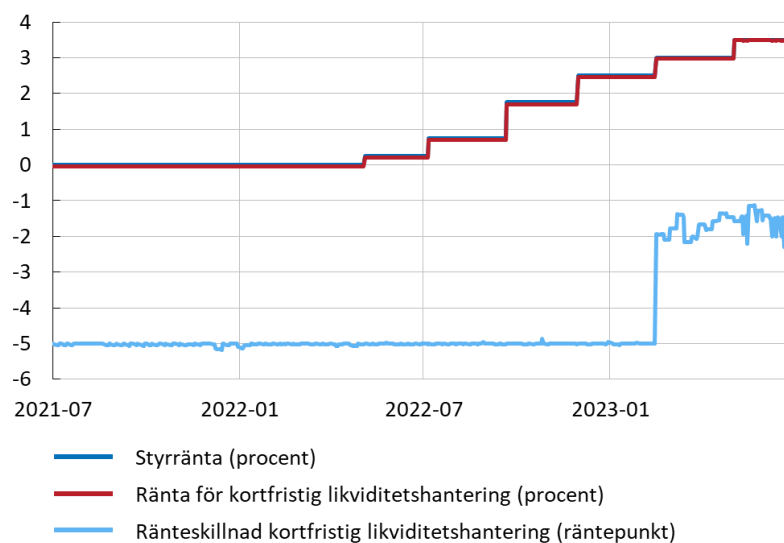
³⁵ Riksbanken slutade köpa värdepapper i december 2022 och började sälja av värdepapper i april 2023.

³⁶ Likviditetsöverskottet beror dels på att Riksbanken mellan 2012 och 2022 har köpt svenska värdepapper, från 2015 och framåt i penningpolitiskt syfte, dels på att Riksbanken mellan februari 2021 och december 2022 sålt svenska kronor och köpt amerikanska dollar och euro för att egenfinansiera valutareserven.

³⁷ Genomsnittet under perioden är en avvikelse om 4 räntepunkter.

Figur 3. Ränta för kortfristig likviditetshantering

Procent respektive räntepunkter



Anm. Serien Ränta för kortfristig likviditetshantering motsvarar ett volymviktat genomsnitt av räntorna på de transaktioner som penningpolitiska motparter gör dels med Riksbanken, dels med andra penningpolitiska motparter (löptid över natten, utan säkerhet).

Källa: Riksbanken

Rörelserna i räntan kan i hög utsträckning förklaras av att det under perioden har varierat hur stor del av likviditetsöverskottet som de penningpolitiska motparterna har valt, och haft möjlighet, att placera i riksbankscertifikat.³⁸ Det är också en förändring i denna volym som är orsaken till att räntan från och med mitten av februari 2023 stabiliseras närmare styrräntan. Från och med denna tidpunkt erbjuder Riksbanken nämligen en större emissionsvolym av riksbankscertifikat.³⁹

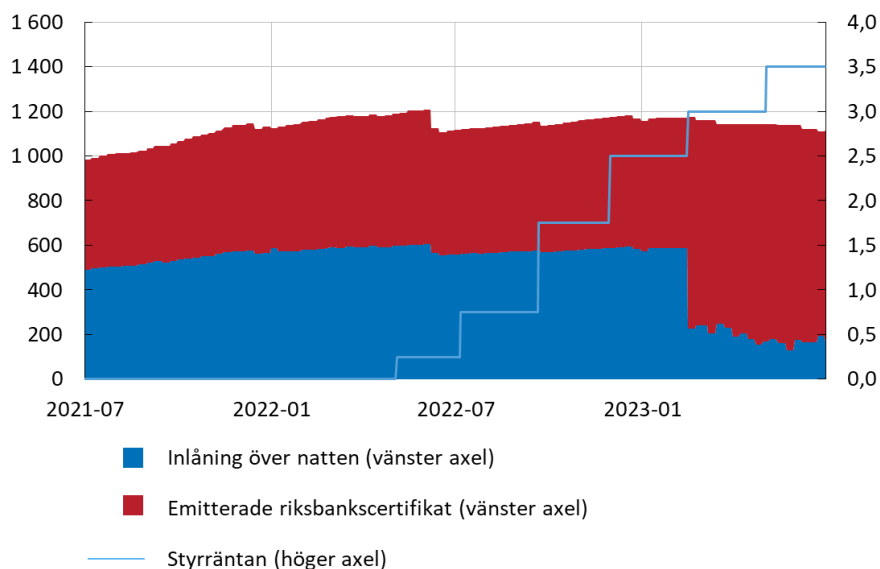
När vi studerar hur väl styrsystemet uppfyller det primära målet är även nästa steg i räntebildningen intressant, nämligen den dagslåneränta som en vidare krets av aktörer möter. Detta kan vi studera genom referensräntan Swestr. Swestr är en volymvägd transaktionsbaserad ränta som baseras på den faktiska ränta som banker, finansiella företag och icke-finansiella företag möter för inlåning över natten utan säkerhet hos de penningpolitiska motparterna. Swestr illustreras i Figur 5 nedan.

³⁸ Riksbanken tillämpade, i förhållande till den normalt tillämpade principen om att erbjuda en emissionsvolym motsvarande banksystemets hela likviditetsöverskott, begränsningar av erbjuden emissionsvolym mellan oktober 2019 och februari 2023. Begränsningarna tillämpades för att säkerställa att en tillräcklig mängd likviditet fanns tillgänglig över natten för att förebygga störningar i räntebildningen dels under reformeringen av styrsystemet, dels under coronapandemin. Från maj 2021 fram till februari 2023 begränsades den erbjudna emissionsvolymen till motsvarande hälften av banksystemets aktuella likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. Därefter övergick Riksbanken till att erbjuda en emissionsvolym motsvarande banksystemets hela likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. Under en övergångsperiod om tre månader (den 14 februari till den 19 maj 2023) begränsades dock volymen med 20 miljarder kronor.

³⁹ Riksbanken ökade den erbjudna emissionsvolymen av riksbankscertifikat den 14 februari 2023. Det har medfört att motparter har börjat placera en större volym i riksbankscertifikat till styrräntan och därmed en mindre volym i den stående inlåningsfaciliteten till en ränta motsvarande 10 räntepunkter under styrräntan. Det pressar upp den volymviktade räntan för de penningpolitiska motparternas likviditetsutjämning över natten.

Figur 4. Banksystemets likviditetsställning och Riksbankens styrränta

Miljarder kronor respektive procent



Källa: Riksbanken

Av Figur 5 framgår att Swestr ligger stabilt och nära Riksbankens styrränta. Swestr följer förändringar i styrräntan och tenderar att ligga i genomsnitt 11 räntepunkter under den.^{40,41} Att Swestr är så pass följsam tyder på en god måluppfyllelse och att den penningpolitiska transmissionen fungerar väl i ett första led bortom Riksbankens penningpolitiska motparter. Det är väntat att räntan i genomsnitt ligger strax under Riksbankens inlåningsränta, det vill säga styrräntan med ett avdrag om 10 räntepunkter, eftersom penningpolitiska motparter vanligen prissätter den inlåning de tar emot utifrån den ränta som de själva skulle få om de placerade likviditet i Riksbanken. Eftersom penningpolitiska motparter alltid kan placera likviditet i den stående inlåningsfaciliteten utgör räntan på den en referens för deras egen prissättning.

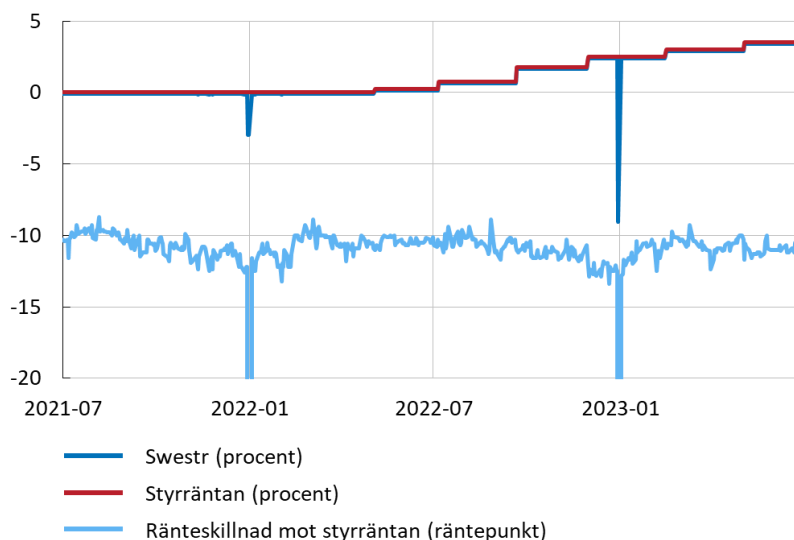
⁴⁰ Swestr började tillhandahållas för faktisk användning som referensränta den 1 september 2021. Innan det har de historiska skattningar som Riksbanken har publicerat för Swestr använts i beräkningarna.

⁴¹ Denna genomsnittliga avvikelse avser skillnaden mellan Swestr och styrräntan samtliga dagar under året, förutom den sista bankdagen på året då Swestr vanligen faller mycket kraftigt. Företeelsen att bankerna ställer ned de räntor som deras kunder erbjuds för inlåning den sista bankdagen på året har sitt ursprung i att bankerna betalar bankskatt respektive resolutionsavgift som något förenklat baseras på deras balansomslutning vid årsslutet. Detta innebär att banker har incitament att minimera sin balansomslutning den aktuella dagen, och att bankerna därför sänker sina inlåningsräntor till mycket oförmånliga nivåer för att på så vis göra det oattraktivt för kunderna att placera pengar hos dem eller för att kompensera för de regulatoriska merkostnader som transaktionerna medför. Sett till måluppfyllelsen och genomförandet av penningpolitiken är dock årsskifteseffekten ett försumbart problem. De kortaste penningmarknadsräntorna avviker visserligen markant från styrräntan en dag på året, men det är endast en dag per år och avvikelsen uppkommer av väldokumenterade anledningar.

Sammantaget visar Figur 3 och Figur 5 att Riksbanken under den undersökta perioden har lyckats stabilisera dagslåneräntorna nära styrräntan för såväl de penningpolitiska motparterna som för en bredare krets av aktörer i ekonomin.

Figur 5. Swestr

Procentenheter respektive räntepunkter



Anm. Den 30 december 2021 noterades Swestr på -2,970 procent. Styrräntan var vid denna tidpunkt 0,00 procent. Den 30 december 2022 noterades Swestr på -9,038 procent. Styrräntan var vid denna tidpunkt 2,50 procent. Swestr började tillhandahållas för faktisk användning som referensränta den 1 september 2021. För perioden dessförinnan har de historiska skattningar som Riksbanken har publicerat för Swestr använts i beräkningarna.

Källa: Riksbanken

5.3 Repomarknaden⁴²

På repomarknaden byter aktörer likvida medel mot säkerheter. Under de senaste åren har denna marknad vuxit sig större än den icke-säkerställda marknaden när det gäller likviditetsutjämning på lite längre men alltjämt korta löptider, som en vecka. Det gäller sett till såväl antal genomförda transaktioner som den sammanlagda transaktionsvolymen, och både för transaktioner mellan penningpolitiska motparter och de transaktioner penningpolitiska motparter gör med en bredare krets av aktörer. Mot bakgrund av detta är det relevant att även studera räntebildningen på repomarknaden för att utvärdera styrsystemet.

Att repomarknaden används för kortfristig likviditetshantering i större utsträckning än tidigare är en trend som även kan noteras i andra ekonomier. Det har därför även blivit allt vanligare att centralbanker utöver att styra dagslåneräntor fokuserar på att styra och stabilisera reporäntor med statspapper som underliggande säkerhet, ofta med hjälp av ytterligare instrument i form av repofaciliteter.⁴³ Att Riksbanken efter

⁴² En repotransaktion är en säkerställd transaktion där en av parterna lånar ut likvida medel till den andra i utbyte mot säkerhet i form av en obligation.

⁴³ Se exempelvis Hansson och Wallin Johansson (2023) för en redogörelse av hur fjorton centralbankers styrsystem är utformade.

reformen av styrsystemet differentierar räntesättningen på kredit mot å ena sidan statspapper (primär säkerhetsmassa), å andra sidan mer riskfyllda obligationer (sekundär säkerhetsmassa) skulle också kunna tolkas som att Riksbanken har tagit ett litet steg i denna riktning, det vill säga mot att kontrollera kostnaden för att anskaffa likviditet mot statsobligationer på repomarknaden. Detta eftersom Riksbanken nu differentierar sin utlåning på ett sätt som efterliknar hur segmenteringen sker på repomarknaden. Prissättningen på Riksbankens olika faciliteter kan således jämföras mer direkt med vad det kostar att låna mot motsvarande säkerheter på repomarknaden.

Baserat på de data som Riksbanken samlar in om genomförda repotransaktioner kan vi konstatera ett antal saker. De vanligaste formerna av repotransaktioner är transaktioner med svenska statsobligationer eller säkerställda obligationer som underliggande säkerhet. De vanligaste löptiderna är en dag eller en vecka, och i båda fallen med en dags likvid.⁴⁴ De räntor som dessa typer av transaktioner genomförs till följer också styrräntan väl. Detta indikerar att räntestyrningen fungerar bra.

Studerar vi räntebildningen i närmare detalj kan vi också konstatera att räntor i repotransaktioner med säkerställda obligationer som underliggande säkerhet ligger stabilt nära styrräntan. Räntor för repotransaktioner med statsobligationer som underliggande säkerhet ligger också på en stabil nivå, men avviker förhållandevis mycket från styrräntan. Det är dock sannolikt att repotransaktioner med statsobligationer som underliggande säkerhet även påverkas av räntesättningen på Riksgäldens marknadsvårdande repofaciliteter, som är prissatta utanför styrsystemets räntekorridor.⁴⁵

6 Riksbankens styrsystem i en internationell kontext

Riksbankens styrsystem delar flera drag med andra centralbankers styrsystem. Samtidigt skiljer det sig också åt på flera betydande punkter.

De allra flesta centralbanker tillämpar någon av de tre typerna av styrsystem som vi beskriver i faktarutan i avsnitt 2, det vill säga korridor-, golv- eller kvotsystem. Dessa tre typer av styrsystem skiljer sig åt på ett konceptuellt plan. Det gör att Riksbankens styrsystem i regel liknar andra korridorsystem mer än styrsystemen hos de centralbanker som tillämpar kvotsystem eller golvsystem. De olika typerna kan dock implementeras på en rad olika sätt. Det kan därför finnas betydande skillnader även mellan de centralbanker som tillämpar samma typ av styrsystem. Ofta är det hänsynstaganden som motsvarar de restriktioner och sekundära mål Riksbanken har formulerat för sitt styrsystem (se avsnitt 3) som är avgörande för vilken typ av styrsystem en centralbank väljer. Skillnaderna i den faktiska tillämpningen, det vill säga hur styrsystemets instrument, motpartskrets och säkerhetskrav utformas, beror dock i hög utsträckning på skillnader i primärt mål, mandat och lokala förhållanden.

⁴⁴ Det vill säga tomorrow-next (T/N) respektive tomorrow-week (T/W).

⁴⁵ Se Blix Grimaldi och Hirvonen (2023) för mer information om Riksgäldens marknadsvårdande repofaciliteter samt hur nyttjandet av dem har varierat över tid.

Samtidigt som styrsystemen skiljer sig åt, finns det också många likheter dem emellan. De allra flesta centralbanker har exempelvis kreditinstitut som penningpolitiska motparter, erbjuder någon typ av stående in- och utlåningsfacilitet med löptid över natten samt erbjuder regelbundna marknadsoperationer med längre löptid för att tillföra eller dränera banksystemet på likviditet (Hansson och Wallin Johansson, 2023). Dessa likheter är också en naturlig konsekvens av att det övergripande syftet med centralbankernas styrsystem till syvende och sist är desamma, det vill säga att stabilisera korta marknadsräntor.

Ytterligare en bidragande faktor till att det finns betydande likheter mellan centralbankers styrsystem, och framförallt likheter i hur styrsystemen utvecklas över tid, är att centralbankerna ofta står inför likartade utmaningar och förändringar i sin omvärld. Det är förändringar och utmaningar som i hög utsträckning härstammar från utvecklingen på betal- och finansiella marknader, och på grund av att det ofta är globala fenomen, innebär det att centralbanker ställs inför snarlika frågeställningar. När centralbanker väljer att hantera dem på liknande sätt, vilket är vanligt, skapar det följaktligen trender i hur styrsystemen utvecklas över tid. I den mån centralbanker hanterar dem på olika sätt, belyser de också viktiga skillnader centralbanker emellan.

För att på ett överskådligt sätt belysa hur Riksbankens styrsystem förhåller sig till andra centralbankers styrsystem, och hur de har utvecklats under det senaste dryga decenniet, belyser vi tre sådana trender i efterföljande avsnitt.

6.1 Många centralbanker har skiftat från korridorsystem till golvsystem

Sedan den globala finanskrisen har många centralbanker gått från ett korridorsystem till ett golvsystem.⁴⁶ Några exempel på det är den Europeiska centralbanken, Federal Reserve, Bank of England, Reserve Bank of New Zealand och Reserve Bank of Australia. Riksbanken har däremot hållit fast vid sitt korridorsystem, men reformerat det. Därmed står Riksbanken i viss mån ut i en internationell kontext, även om Riksbanken inte är den enda centralbanken som fortfarande tillämpar ett korridorsystem.

En del centralbanker har beslutat att permanent övergå till ett golvsystem medan andra varit mindre explicita kring om och i så fall när de planerar att återgå till ett korridorsystem. Vissa centralbanker har även varit mer explicita än andra om vilka motiv som legat till grund för denna förändring. Trenden med att gå från korridorsystem till golvsystem kan ses mot bakgrund av framför allt två förändringar på finansiella marknader sedan den globala finanskrisen.

Den ena förändringen är att många centralbanker, däribland Riksbanken och samtliga ovannämnda, efter den globala finanskrisen har använt sig av värdepappersköp för att göra penningpolitiken mer expansiv och därmed ökat banksystemets likviditetsöverskott gentemot centralbanken. Den andra förändringen är att interbankaktiviteten i flera länder har minskat kraftigt efter den globala finanskrisen.

⁴⁶ Vissa centralbanker har tydlig kommunicerat att de har övergått från ett golvsystem, medan andra centralbankers styrsystem i praktiken fungerar som golvsystem. Se Hansson och Wallin Johansson (2023) för en redogörelse av fjorton centralbankers styrsystem.

Det är två förändringar på de finansiella marknaderna som kan anses rimma väl med ett golvsystem. Detta eftersom en grundförutsättning för att ett golvsystem ska fungera väl är att banksystemet har ett likviditetsöverskott gentemot centralbanken, och att de penningpolitiska motparterna har starka incitament att hantera sin likviditetsutjämning med centralbanken.

Dessa två fenomen, likviditetsöverskott och mindre interbankaktivitet, har även gjort sig gällande i Sverige. Trots det har Riksbanken fortsatt att tillämpa ett korridorsystem. Den huvudsakliga anledningen till det är att Riksbanken, möjligen i motsats till de andra centralbankerna, inte har gjort bedömningen att dessa förändringar begränsar korridorsystemets funktion. Riksbanken bedömer därför att korridorsystemet fortfarande är det mest lämpliga utifrån de mål och restriktioner som Riksbanken har formulerat för sitt styrsystem.

Den räntebildning som Riksbanken har åstadkommit under de senaste åren kan också ses som ett kvitto på att korridorsystemet har fungerat väl för Riksbanken, trots förändringarna på de finansiella marknaderna. Riksbanken har lyckats stabilisera korta marknadsräntor på en önskad nivå både under perioden mellan 2012 och 2022, när Riksbanken hade ett stort och växande likviditetsöverskott, och under perioden från 2023 och framåt, när Riksbankens överskott har börjat minska. Korridorsystemet har inte heller begränsat Riksbankens möjligheter att gå från att köpa till att sälja värdepapper under dessa år.

En sådan omsvängning i penningpolitiken kan däremot vara komplicerat för en centralbank som tillämpar ett golvsystem eftersom den typen av styrsystem kräver att centralbanken upprätthåller ett likviditetsöverskott. Att flera centralbanker har rört sig från att under flera år bedriva expansiv penningpolitik till att nu bedriva åtstramande penningpolitik har också satt ljuset på denna och ett antal ytterligare utmaningar och frågeställningar som följer av att ha ett golvsystem. Det handlar dels om behovet att förstå dynamiken bakom efterfrågan på reserver och vad en optimal eller tillräcklig nivå på likviditetsöverskottet är, dels i vilken utsträckning centralbanken kan och bör kontrollera dessa parametrar.⁴⁷ Avsaknaden av enkla och entydiga svar på dessa frågor har också stimulerat en debatt om golvsystemets risker och om det kan finnas skäl att återvända till korridorsystem.⁴⁸

6.2 Allt fler centralbanker breddar motpartskretsen bortom kreditinstitut

Under de senaste åren har det blivit allt vanligare att centralbanker utökar sin motpartskrets till fler finansiella företag än kreditinstitut.⁴⁹ Bland dessa finns bland annat centrala motparter, penningmarknadsfonder och försäkringsbolag.

⁴⁷ Se exempelvis Acharya m.fl. (2022) för en studie om drivkrafter bakom efterfrågan på reserver och dess implikationer för en centralbanks förmåga att minska banksystemets likviditetsöverskott gentemot centralbanken.

⁴⁸ Se exempelvis Borio (2023) för en diskussion om utvecklingen att flera centralbanker efter den globala finanskrisen gått från att tillämpa ett korridorsystem till att tillämpa ett golvsystem, och varför det finns anledning till att återgå till korridorsystem.

⁴⁹ Se Hansson och Wallin Johansson (2023) för en genomgång av fjorton centralbankers styrsystem, inklusive deras respektive motpartskretsar.

Bland de centralbanker som har valt att bredda sin motpartsrets finns bland annat Federal Reserve, Bank of England, Swiss National Bank, Reserve Bank of Australia och Reserve Bank of New Zealand. Det är också vanligt att centralbanker som har utvidgat sin motpartsrets ger motparterna en differentierad tillgång till instrumenten i styrsystemet, det vill säga att alla motparter inte har tillgång till alla instrument på samma villkor.

Utvecklingen mot att allt fler centralbanker utvidgar sin motpartsrets kan ses mot bakgrund av att det dels finns fler typer av finansiella aktörer i dag än tidigare, dels att det finansiella systemet i dag är mindre bankbaserat och mer marknadsbaserat än tidigare. Det innebär att fler typer av aktörer kan vara viktiga för räntebildningen och för den penningpolitiska transmissionen. Ojämlig tillgång till marknader och centralbankers styrsystem riskerar att segmentera räntebildningen på korta penningmarknader.⁵⁰

Även i Sverige har det skett en förflyttning åt en mer marknadsbaserad finansiering.⁵¹ I samband med det har också såväl antalet som typerna av aktörer som är aktiva på finansiella marknader ökat. Riksbankens motpartsrets är däremot begränsad till kreditinstitut, se avsnitt 4.3. Riksbanken analyserade dock inte motpartsretsen när styrsystemet sågs över år 2014, vilket ledde till reformen av styrsystemets instrument och säkerheter mellan år 2019 och 2022.⁵² Mot bakgrund av detta förefaller det troligt att Riksbanken kan komma att se över motpartsretsen under en överskådlig framtid, och att Riksbanken liksom många andra centralbanker då kommer att behöva ta ställning till om den bör utökas eller inte.

6.3 Allt fler centralbanker erbjuder instrument i finansiellt stabilitets syfte

Sedan den globala finanskrisen har det blivit allt vanligare att centralbanker erbjuder instrument inom sina styrsystem som har ett uttalat syfte att värna finansiell stabilitet.⁵³ Dessa instrument består vanligen av olika former av utlåning från centralbanken.

Dessa instrument kan både vara stående faciliteter och återkommande marknadsoperationer, och syftar generellt sett till att säkra likviditetsförsörjningen i de fall när marknadsmisslyckanden uppstår. Instrumenten erbjuds vanligen till en bredare krets av aktörer än de som traditionellt sett har haft tillgång till det penningpolitiska styrsystemet, vilket gör att denna utveckling hänger samman med den om att utöka motpartsretsen. Instrumenten som erbjuds i finansiellt stabilitets syfte har dock en tydlig koppling till penningpolitiken. De säkerställer nämligen att marknadsturbulens och dysfunktionella marknader inte sprider sig och

⁵⁰ Se exempelvis Eisenschmidt och Ma m.fl. (2022) för en studie om hur maktbalansen mellan olika finansiella aktörer på repomarknaden i euroområdet kan bidra till segmentering i räntebildning och påverka den penningpolitiska transmissionen.

⁵¹ Se Finansinspektionen (2022) för en redogörelse över utvecklingen av den marknadsbaserade finansieringen i Sverige.

⁵² Se Sellin och Åsberg Sommar (2014) för översynen av Riksbankens styrsystem samt direktionens beslut om förändringar av styrsystemet: *Förändringar av Riksbankens penningpolitiska styrsystem* den 24 september 2019 och *Förändringar av Riksbankens penningpolitiska styrsystem - Steg 2* den 22 mars 2022.

⁵³ Se Hansson och Wallin Johansson (2023) för en genomgång av fjorton centralbankers styrsystem.

därigenom stör den räntebildning som centralbanken vill uppnå med styrsystemet. Det medför att dessa instrument ofta liknar de instrument som centralbanken erbjuder i penningpolitiskt syfte. Det gör att det kan vara svårt både att göra en tydlig distinktion mellan dem, och att isolera deras effekter på finansiella marknader och räntebildningen från varandra. På grund av synergierna blir det också allt vanligare att centralbanker har ett mer holistiskt perspektiv på de två policyområdena. De pratar oftare om instrument för likviditetsförsörjning och räntestyrning, snarare än för antingen penningpolitik eller finansiell stabilitet.

Bank of England och Bank of Canada är två exempel på centralbanker som har inrättat instrument i tydligt stabilitetssyfte. Det finns också centralbanker som lyfter flera motiv för sina instrument, där marknaders funktionssätt eller stabilitet nämns som ett av flera. Två exempel på detta är Reserve Bank of New Zealand och Federal Reserve.

Den utveckling som skett kan ses mot bakgrund dels av att finansiell stabilitet har vuxit som policyområde sedan den globala finanskrisen, dels av att centralbanker i allt större utsträckning fått det huvudsakliga ansvaret för detta område.⁵⁴ Dessutom har den globala finanskrisen och flera händelser därefter, exempelvis turbulensen på repomarknaden i USA hösten 2019 och likviditetskrisen i England hösten 2022, tydliggjort att marknadsmisslyckanden och turbulens på finansiella marknader är ett återkommande inslag som centralbanker har att hantera. Detta eftersom det annars kan uppstå spridningseffekter som påverkar både realekonomin och den räntebildning som centralbanken vill uppnå.

Det kan konstateras att Riksbanken inte erbjuder några stående faciliteter eller återkommande marknadsoperationer i stabilitetssyfte. Istället erbjuder Riksbanken generellt likviditetsstöd eller nödkredit i de fall det är motiverat. Samtidigt sticker Riksbanken ut i en internationell kontext genom att ha ett relativt begränsat mandat och ansvar för finansiell stabilitet, vilket begränsar möjligheterna att agera i detta syfte. I den riksbankslag som trädde i kraft 1 januari 2023 har dock Riksbankens mandat inom finansiell stabilitet förtydligats. Mot bakgrund av det, samt den trend vi ser i hur andra centralbanker hanterar dessa två policyområden, förefaller det troligt att vi kan komma att se en debatt om ett mer holistiskt perspektiv på likviditetsförsörjning och räntestyrning framöver.

7 Avslutande ord

Riksbankens styrsystem har blivit enklare, mer robust, automatiskt och flexibelt efter reformen mellan åren 2019 och 2022. Dessa aspekter var också några av de viktigaste föresatserna med att reformera styrsystemet. Reformen har gjort styrsystemet mer flexibelt både för strukturella förändringar på betalmarknaderna och finansiella marknader, och ifall Riksbanken vill utveckla styrsystemet ytterligare. Det innebär att det reformerade styrsystemet skapar goda förutsättningar för en robust räntestyrning.

⁵⁴ Se Calvo m.fl. (2018) för en diskussion om hur finansiell stabilitet har utvecklats som policyområde efter den globala finanskrisen samt hur ansvaret fördelas mellan myndigheter i olika jurisdiktioner.

Sedan de sista förändringarna av styrsystemet trädde ikraft i juni 2022 har det allmänna ränteläget förändrats betydligt fram till hösten 2023. Det gör att styrsystemet verkligen har testats. Det är därför särskilt betryggande att se att korta marknadsräntor under denna period har uppvisat en god följsamhet med styrräntan, och att räntorna överlag har varit stabila nära styrräntan. Det reformerade styrsystemet har alltså i hög grad uppnått en god räntestyrning och därigenom uppfyllt det primära målet med styrsystemet.

Därtill har fördelarna med att tillämpa ett korridorsystem blivit ännu tydligare under denna period. Det faktum att styrsystemets effektivitet inte är avhängigt banksystemets strukturella likviditetsställning har underlättat och försäkrat en god räntestyrning när Riksbanken under år 2022 och 2023 gått från ett lågränteläge med kvantitativa lättnader till ett högränteläge med kvantitativa åtstramningar. Under de kommande åren – då Riksbanken enligt liggande beslut kommer minska likviditetsöverskottet genom aktiva försäljningar och förfall av värdepappersinnehavet – kommer det förmodligen bli ännu tydligare att denna universella aspekt av styrsystemet är gynnsam för räntestyrningen.⁵⁵

Referenser

Acharya, Viral V, Rahul S Chauhan, Raghuram Rajan och Sascha Steffen (2022), "Liquidity dependence: why shrinking central bank balance sheets is an uphill task", Working paper nr 31050, NBER.

Bindseil, Ulrich (2016), "Evaluating monetary policy operational frameworks", i *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks*, Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 179–277.

Bindseil, Ulrich och Juliusz Jablecki (2011), "The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management", Working paper nr 1350, ECB.

BIS, Working Group established by the Committee on the Global Financial System (CGFS) and the Markets Committee (2015), "Regulatory change and monetary policy", *CGFS Papers*, nr 54.

Blix Grimaldi, Marianna och Johanna Hirvonen (2023), "Två årtionden med Riksgäldens repofacilitet", *Riksgäldskommentar*, nr. 1, Riksgälden.

Borio, Claudio (2023), "Getting up from the floor", Working paper nr 1100, BIS.

Calvo, Daniel, Juan Carlos Crisanto, Stefan Hohl och Oscar Pascual Gutiérrez (2018), "Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?", *FSI Insights on policy implementation*, 8.

⁵⁵ Se Riksbankens penningpolitiska beslut från september 2023 för de nu gällande besluten om Riksbankens värdepappersinnehav.

Eisenschmidt, Jens, Yiming Ma och Anthony Lee Zhaang (2022), "Monetary policy transmission in segmented markets", Working paper nr 2706, ECB.

Europeiska centralbanken (2006), "The predictability of the ECB's monetary policy", *Monthly Bulletin*, vol. 1 (January), s. 51–61.

Finansinspektionen (2022), "Kartläggning av marknadsbaserad finansiering i Sverige", Rapport.

Fransson, Lina och Oskar Tysklind (2016), "Penningpolitikens effekter på räntor", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 36–56, Sveriges Riksbank.

Hansson, Denise och Ingrid Wallin Johansson (2023), "Centralbankers styrsystem – en internationell utblick och jämförelse", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 60 – 106, Sveriges Riksbank.

Kjellberg, David och David Vestin (2019), "Riksbankens balansräkning och finansiella oberoende", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 5–41, Sveriges Riksbank.

Kronstedt Metz, Pia (2005), "Den svenska marknaden för likviditetsutjämning", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 63–87, Sveriges Riksbank.

Sellin, Peter och Per Åsberg Sommar (2014), "Riksbankens penningpolitiska styrsystem – en översyn", Riksbanksstudier, Sveriges Riksbank.

APPENDIX A

Tabell 3. Förändringar av styrsystemet i samband med reformen

Datum för implementering	Förändringar av styrsystem
9 oktober 2019	Finjusterande transaktioner upphör.
9 oktober 2019	Räntan på den stående inlåningsfaciliteten (inlåningsräntan) sätts till styrräntan $-0,10$ procentenheter.
2 juli 2020	Räntan på den stående utlåningsfaciliteten (utlåningsräntan) sätts till styrräntan $+0,10$ procentenheter.
8 juni 2022	Den kompletterande likviditetsfaciliteten inrättas i vilken utlåning sker mot sekundär säkerhetsmassa till en ränta (likviditetsfacilitetsräntan) motsvarande styrräntan $+0,75$ procentenheter.
8 juni 2022	Säkerhetskraven för den stående utlåningsfaciliteten skärps till den primära säkerhetsmassan.

Källa: Riksbanken