

Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar

HEIDI ELMÉR, GABRIELA GUIBOURG, DAVID KJELLBERG OCH MARIANNE NESSÉN

Heidi Elmér var verksam vid Riksbankens avdelning för penningpolitik fram till september 2012 och är nu verksam vid Skandia. Övriga författare är verksamma vid Riksbankens avdelning för penningpolitik.

Vilka penningpolitiska åtgärder – konventionella och extraordinära – vidtog Riksbanken under den finansiella krisen 2008–2009 och vilka blev effekterna? I denna artikel beskriver vi ett händelseförlopp under vilket reporäntan inom loppet av ett drygt halvår sänktes med 4,5 procentenheter, och då Riksbanken som mest lånade ut belopp till svenska banker motsvarande drygt 9 procent av BNP. Vi förklarar också varför Riksbanken vidtog dessa åtgärder och analyserar deras effekter. Vår analys visar att dessa åtgärder hade önskad effekt. Både penningmarknads- och obligationsräntor och rörliga bolåneräntor blev lägre och de penningpolitiska förväntningarna föll. En viktig erfarenhet av finanskrisen är hur viktigt det är att Riksbanken har beredskap att snabbt kunna vidta lämpliga extraordinära åtgärder när behovet uppstår.

När den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers gick i konkurs i september 2008 övergick det som hade börjat som en kris på den amerikanska bolånemarknaden till en global finanskris – den allvarligaste som västvärlden sett sedan 1930-talets depression. Osäkerheten och misstron mot deras motparters kreditvärdighet gjorde de finansiella aktörerna ovilliga att handla med och låna ut till varandra. Krisen medförde att tillgångspriserna världen över föll dramatiskt och de finansiella marknaderna fungerade mycket dåligt – vissa delmarknader upphörde till och med helt att fungera. Riskpremierna steg dessutom kraftigt – det blev både dyrare och svårare att få krediter.¹

Den här situationen ställde penningpolitiken inför oväntade utmaningar. Penningpolitiken påverkar ekonomin genom ett antal olika kanaler, som till exempel bank- och marknadsräntorna, växelkursen och kreditgivningen. Under normala förhållanden påverkar förändringar i styrräntan först räntebildningen och de finansiella förhållandena i ekonomin och sedan efterfrågan, produktionen och inflationen. Riksbanken publicerar även en reporäntebana, alltså en prognos över den framtida reporäntan, som är förenlig med inflationsmålet. På så sätt kan Riksbanken även försöka påverka förväntningarna om framtida reporäntor

¹ Riskpremier är den extra avkastning investerare kräver som kompensation för att de tar en högre risk. Riskpremier kan delas upp i olika delar. Löptidspremien kompenserar för risken att räntorna kommer att utvecklas ogynnsamt under den tid en investerare äger instrumentet. Likviditetspremien kompenserar för risken att inte kunna omsätta en placering till likvida medel överhuvudtaget eller utan att förlora kraftigt i värde. Kreditriskpremien kompenserar för risken att motparten inte ska kunna fullfölja sina förpliktelser.

och bidra till att styra räntebildningen i ekonomin på längre löptider. Det är denna kedja av effekter på hela ekonomin efter en förändring i reporäntan som brukar kallas den penningpolitiska transmissionsmekanismen.²

Under den finansiella krisen 2008–2009 var dock störningarna på de finansiella marknaderna så stora att penningpolitikens genomslagskraft försämrades. De ökade riskpremierna medförde att förändringarna av reporäntan hade mindre effekt än normalt på marknadsräntorna – transmissionsmekanismen för penningpolitiken fungerade helt enkelt inte tillräckligt bra. De stora sänkningarna av reporäntan innebar dessutom att reporäntans nivå närmade sig noll, vilket begränsade Riksbankens möjligheter att vid behov använda sig av ytterligare räntesänkningar för att underlätta kreditgivningen och stimulera ekonomin. Men ytterligare penningpolitiska stimulanser behövdes eftersom BNP fortsatte att falla kraftigt i inledningen av 2009.

Riksbanken, liksom många andra centralbanker, behövde därför vidta så kallade extraordinära åtgärder, som även syftade till att främja den finansiella stabiliteten. Bland annat erbjöd Riksbanken sina motparter lån i kronor på längre löptider och lån i amerikanska dollar, godkände ett större antal värdepapper som säkerheter samt utökade kretsen av motparter.³ De första lånen genomfördes i oktober 2008 och därefter erbjöds lån regelbundet ända fram till oktober 2010.

Dessa åtgärder hade flera syften. De var tänkta att säkerställa likviditeten i det svenska finansiella systemet, att få de finansiella marknaderna att fungera bättre samt att underlätta kreditgivningen och reducera olika riskpremier som begränsade penningpolitikens genomslag. Det är naturligtvis svårt i en kris av den omfattning som vi upplevde 2008–2009 att dra en klar gräns mellan de åtgärder som genomfördes i syfte att bevara den finansiella stabiliteten och de som genomfördes i penningpolitiskt syfte. Åtgärder som i huvudsak syftade till att främja de finansiella marknadernas funktionssätt har också påverkat och förbättrat den penningpolitiska transmissionsmekanismen från styrräntan till de räntor som hushåll och företag möter. Dock hade en av de extraordinära åtgärderna – utlåningen till låg och fast ränta med lång löptid – ett klart uttalat penningpolitiskt syfte.

I denna artikel fokuserar vi på att analysera syftet med och effekterna av Riksbankens krisåtgärder från ett penningpolitiskt perspektiv. Vi börjar med att beskriva de penningpolitiska åtgärder, såväl konventionella som extraordinära, som Riksbanken vidtog under 2008–2010. Därefter diskuterar vi vilka effekter som de krisåtgärder som genomfördes i penningpolitiskt syfte förväntades ha. I den tredje delen av artikeln utvärderar vi de faktiska effekterna på olika marknadsräntor, de räntor som hushåll och företag möter samt på växelkursen av de tre stora lån som Riksbanken gav ut i juli, september respektive oktober

2 Se Apel och Claussen (2012) för en närmare beskrivning av transmissionskanaler.

3 Penningpolitiska motparter är de institut som får utnyttja Riksbankens lånefaciliteter. En penningpolitisk motpart ska vara ett kreditinstitut med säte eller filial i Sverige som är deltagare i RIX, Riksbankens system för överföring av kontoförda pengar. Se Sellin och Åsberg Sommar (2012) för närmare beskrivning av de olika motpartskategorier som hade tillgång till Riksbankens operationer och extraordinära åtgärder. En aktuell lista över vilka som är motparter finns på Riksbankens hemsida www.riksbank.se.

2009. Sedan övergår vi till att beskriva avvecklingen av den extraordinära utlåningen och effekterna av denna. I den avslutande delen av artikeln diskuterar vi kort de lärdomar som Riksbanken har dragit av sina erfarenheter av extraordinära åtgärder.

FINANSKRISEN DRABBADE MARKNADERNA HÅRT

Den första fasen av finanskrisen inleddes under sommaren 2007 när bostadspriserna i USA började falla. Detta hade en negativ inverkan på de finansiella institutioner som finansierat en stor mängd bostadslån. Det var svårt att bedöma hur stora kreditförluster som kunde uppstå från amerikanska bostadslån när bostadspriserna föll och detta skapade osäkerhet bland investerare och banker.

I mitten av september 2008 drabbade den finansiella krisen både Sverige och omvärlden i full skala. När den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers gick i konkurs blev marknadsaktörernas brist på förtroende för motparternas kreditvärdighet akut. De finansiella aktörer som drabbades fanns i många länder, inte bara i USA. Därmed minskade tillgången på krediter på de finansiella marknaderna världen över och vissa marknader upphörde mer eller mindre att fungera. Många finansiella institutioner som tidigare hade finansierat sig billigt med kortfristiga lån hade nu problem att förnya dessa lån och om de fick nya lån var de betydligt dyrare än tidigare. Basis-spreaden – skillnaden mellan en tremånaders interbankränta och den förväntade dagslåneräntan om tre månader – sköt i höjden (se diagram 1).⁴ Den redan pågående internationella konjunkturnedgången fördjupades. Särskilt dramatisk var nedgången i världshandeln som inledningsvis var större än nedgången vid depressionen under 1930-talet.

Omfattande krisåtgärder

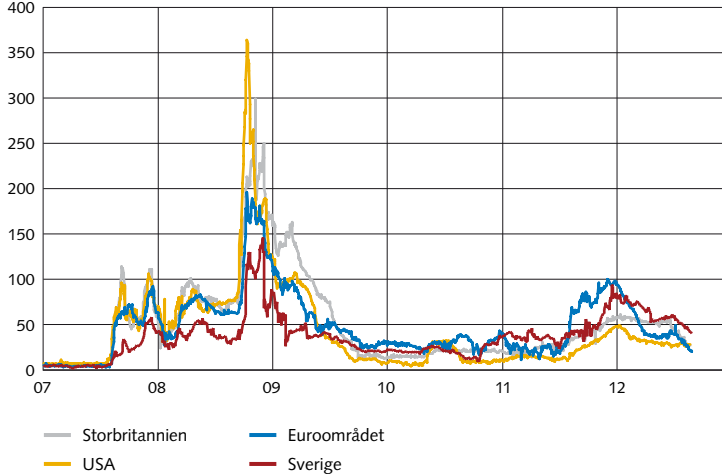
Myndigheterna runt om i världen påbörjade kraftfulla åtgärder för att stoppa den negativa utvecklingen. I Sverige vidtog Riksbanken, regeringen och andra svenska myndigheter en rad åtgärder för att mildra effekterna av den internationella finansiella krisen och förbättra de finansiella marknadernas sätt att fungera i Sverige. Även aktörer på den svenska marknaden drabbades av den generella brist på finansiering i amerikanska dollar som uppstod efter Lehman Brothers konkurs. I slutet av september började Riksbanken därför låna ut amerikanska dollar till svenska banker, dels med hjälp av medel ur valutaservan, dels via den tillfälliga lånefacilitet som den amerikanska centralbanken Federal Reserve hade erbjudit Riksbanken och andra centralbanker.⁵ Kort därefter började Riksbanken också låna ut svenska kronor för att underlätta bankernas finansiering på lite längre sikt. Till exempel erbjöds bankerna krediter i kronor med tre och sex månaders löptid. I förlängningen syftade

4 Den ränteskillnad som anges av basis-spreaden mäter investerarnas preferenser att hålla likvida medel jämfört med att binda dem på tre månader. Stigande ränteskillnad betyder att riskpremien som avspeglar likviditets- och kreditrisker har ökat.

5 Eftersom låne marknaden i dollar är en global marknad erbjöd Federal Reserve andra länders centralbanker att förmedla dollarlån till sina respektive motparter. Detta ledde till att likviditetsstödet i dollar kunde nå fler delar av det globala finansiella systemet och mer effektivt motverka den likviditetskris som pågick. Se s. 23 i Riksbankens årsredovisning 2009 för mer information om Riksbankens utlåning i utländsk valuta.

Riksbankens åtgärder till att underlätta kreditförsörjningen i Sverige och reducera de olika riskpremier som begränsade penningpolitikens genomslag på de räntor som bankerna erbjuder företag och hushåll.

Diagram 1. Skillnad mellan interbankräntor och förväntade styrräntor (basis spread), räntepunkter



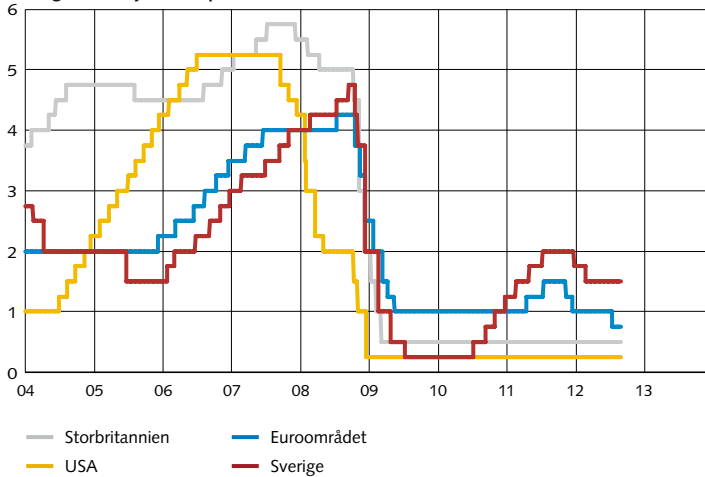
Anm. Differensen är beräknad som skillnaden mellan tre månaders interbankränta och tre månaders overnight index swap.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken.

Styrräntan sänktes och fasträntelån introducerades

Samtidigt skedde också en radikal omläggning av den traditionella penningpolitiken i många länder världen över (se diagram 2). Den 8 oktober 2008 sänkte centralbankerna i USA, Storbritannien, euroområdet, Kanada, Schweiz och Sverige styrräntorna med 0,5 procentenheter i en gemensam aktion. Ytterligare sänkningar följde allteftersom den internationella konjunkturen fortsatte att försämrans och utvecklingen i den svenska ekonomin påverkades starkt. Sverige drabbades hårt av den globala recessionen och den efterföljande kollapsen i världshandeln eftersom den svenska ekonomin är starkt exportberoende. Efter att ha fallit med nästan 4 procent sista kvartalet 2008, föll BNP i Sverige med ytterligare 5 procent under 2009.

Diagram 2. Styrrentor, procent



Källa: Reuters EcoWin.

Mellan oktober 2008 och juli 2009 sänktes reporäntan sammanlagt med 4,5 procentenheter till historiskt låga 0,25 procent. I juli 2009 annonserade Riksbanken sin avsikt att låta räntan ligga kvar på denna låga nivå i över ett år fram till hösten 2010. Samtidigt beslutade Riksbankens direktion om det första penningpolitiskt motiverade lånet: bankerna erbjöds 100 miljarder kronor i lån med fast och låg ränta med cirka 12 månaders löptid (vi benämner fortsättningsvis dessa lån fasträntelån). Bakom detta beslut låg bedömningen att den penningpolitiska verktygslådan behövde kompletteras med extraordinära åtgärder i ett läge då reporäntan närmade sig sin nedre gräns och behovet av penningpolitisk stimulans kvarstod. Med dessa åtgärder ville Riksbanken minska den stora skillnaden mellan reporäntan och de marknadsräntor som hushåll och företag under denna period mötte och på så sätt bidra till att penningpolitiken skulle få avsedd effekt.

Totalt erbjöd Riksbanken tre stycken fasträntelån med cirka ett års löptid på 100 miljarder kronor vardera från juli till november 2009. Lånen fördelades genom räntebudgivning, det vill säga Riksbankens motparter fick lägga bud på lånen genom att ange både önskad volym och ränta. Tekniskt sett bestämde Riksbanken således inte den fasta räntan helt själv. Men Riksbanken stipulerade en miniminivå för räntan som var lika med reporäntan med ett påslag på 0,15 procentenheter, det vill säga 0,40 procent. Trots att motparterna visade stort intresse för de erbjudna lånen – två av de tre auktionerna blev övertecknade – uppgick tilldelningsräntorna ändå som mest till några räntepunkter över den lägsta möjliga budräntan.⁶ Riksbanken lånade ut sammanlagt 296,5 miljarder kronor i de tre auktionerna med fasträntelån. De totala utestående lånevolymerna i svenska kronor till både fast och rörlig ränta uppgick som mest till 9 procent av BNP.

⁶ Tilldelningsräntorna blev 0,45, 0,43 respektive 0,40 procent.

FASTRÄNTELÅNEN SKULLE STÖDJA PENNINGPOLITIKEN ...

Finanskrisen medförde att transmissionskanalerna – framför allt räntekanalerna – inte fungerade normalt. Fasträntelånen avsåg att motverka detta och bidra till att penningpolitiken skulle få avsedd effekt. Den förväntade effekten av fasträntelånen på olika marknadsräntor kan något förenklat delas upp i två komponenter: *likviditetseffekter* och *signalerings effekter*.⁷

... genom likviditetseffekter ...

Riksbankens fasträntelån hade i praktiken två syften: att öka utbudet av finansiering till banksystemet och samtidigt sänka bankernas finansieringskostnader genom att göra det billigare för bankerna att låna av Riksbanken än via marknaden.

Med fasträntelånen skapade Riksbanken alltså ett stort utbudsöverskott av kronor i banksystemet, vilket tänktes leda till en rad olika effekter på marknadsräntorna. Exempelvis förväntades den ökade tillgången till relativt långfristig och omfattande finansiering minska bankernas refinansieringsrisk, det vill säga risken att en bank som behöver finansiering inte får det via kapitalmarknaderna. Detta skulle kunna pressa ned likviditetspremierna och därmed bidra till lägre marknadsräntor, inklusive lägre utlåningsräntor till hushåll och företag.

En annan effekt som väntades följa av fasträntelånen var att bankerna skulle kunna dra fördel av de arbitrageliknande möjligheter som dessa lån gav upphov till. Genom att låna billigt i Riksbanken och placera pengarna i exempelvis räntebärande värdepapper med motsvarande löptid men med högre ränta (såsom bank- och företagscertifikat eller bostadsobligationer med löptider upp till ett år) skulle en bank kunna få positiv avkastning. Den här typen av placeringar skulle kunna bidra till att pressa upp priset på dessa räntebärande värdepapper och följaktligen leda till att räntan skulle gå ned. Inför det första fasträntelånet förväntades denna typ av potentiella arbitrageeffekter uppstå i främst kortfristiga stats- och bostadsobligationer.

... och signalerings effekter

Fasträntelånen genomfördes som ett komplement till den traditionella penningpolitiken som gick ut på att sänka reporäntan och samtidigt signalera att reporäntan skulle hållas på en låg nivå det närmaste året. Fasträntelånen syftade alltså till att öka förtroendet för att Riksbanken verkligen avsåg att bedriva en expansiv penningpolitik fram till hösten 2010. Man kan säga att Riksbanken "satsade pengar" på sin egen prognos för reporäntan genom att låna ut pengar till låg och fast ränta med en löptid på ett år. För att det ska bli lättare att förstå det resonemanget behöver vi först kort förklara hur Riksbankens styrsystem fungerar.⁸

7 En liknande typ av indelning av effekterna finns även i andra studier av olika typer av kvantitativa lättnader. Se till exempel Bauer och Rudebusch (2011).

8 För en utförlig beskrivning av Riksbankens styrsystem se Nessén, Sellin och Åsberg Sommar (2011).

Mängden kronor som finns i ekonomin kan endast regleras av Riksbanken eftersom betalningssystemet är ett slutet system. Om Riksbanken tillför likviditet i form av lån till bankerna uppstår ett överskott i betalningssystemet (givet att systemet är i balans i utgångsläget). Riksbanken avser att balansera betalningssystemet varje dag, vilket sker genom olika marknadsoperationer. Avsikten är att skapa goda förutsättningar att uppnå en stabil dagslåneränta nära Riksbankens reporänta. Ett överskott balanseras genom veckovisa emissioner av Riksbankscertifikat eller genom dagliga finjusterande transaktioner. Bankerna kan därmed välja att placera sitt överskott hos Riksbanken antingen i Riksbankscertifikat till reporäntan eller i de dagliga finjusteringarna till reporäntan minus 0,1 procentenheter.

För Riksbanken kunde fasträntelånen ha inneburit en förlust om reporäntan höjdes eftersom överskottet som lånen orsakade behövde dräneras löpande med Riksbankens ordinära marknadsoperationer, där Riksbanken betalar en ränta kopplad till reporäntan. Intäkterna från fasträntelånen var däremot bundna till auktionernas tilldelningsräntor under lånens löptid. Så länge Riksbanken höll fast vid sin ränteprogno och höll reporäntan oförändrad på 0,25 procent bedömdes Riksbanken göra en liten vinst eftersom räntan på fasträntelånen var cirka 0,4 procent (det vill säga Riksbanken skulle ha ett positivt räntenetto). Om Riksbanken däremot skulle frångå sin prognos och höja reporäntan tidigare än signalerats skulle detta kunna leda till förluster för Riksbanken. På så sätt kunde fasträntelånen förstärka Riksbankens signalering att man menade allvar med att hålla reporäntan låg under en lång period.

Under våren 2009 var de penningpolitiska förväntningarna, mätt med både terminsräntor och enkätundersökningar, högre än den rådande reporäntebanan.⁹ Genom beslutet att erbjuda fasträntelån förväntade sig Riksbanken att trovärdigheten för reporäntebanan skulle stärkas och att de penningpolitiska förväntningarna skulle bli lägre. Därmed kunde fasträntelånen bidra till att terminsräntor och andra marknadsräntor skulle förbli låga eller sjunka ytterligare och i slutänden underlätta de finansiella förhållandena för företag och hushåll.

FASTRÄNTELÅNEN GAV EFFEKTER PÅ RÄNTORNA

Vi har använt en metod som brukar kallas "event study" för att mäta de kvantitativa effekterna av de tre fasträntelånen.¹⁰ Samma typ av utvärderingsmetod har även använts för att studera effekterna av andra centralbankers extraordinära åtgärder.¹¹ Ett första steg i studien är att identifiera tillfällena när ny information om fasträntelånen blev tillgänglig. Sådan information har främst kommit från Riksbankens egna annonseringar av bland annat beslut, auktionsvillkor och auktionsresultat. Men även andra nyheter som kan påverka marknads-

9 Det finns olika sätt att mäta de penningpolitiska förväntningarna. Man kan genom enkätundersökningar få svar på marknadsaktörernas förväntningar direkt. Ett annat sätt är att utgå från terminsräntor som är marknadsprissättningen av de penningpolitiska förväntningarna.

10 Se appendix för en mer detaljerad beskrivning av utvärderingsmetoden.

11 Se till exempel Gagnon m. fl. (2010) samt Krishnamurthy och Vissing-Jorgensen (2010) för skattningar av effekter på amerikanska tillgångspriser av Federal Reserves olika kvantitativa åtgärder. Se artikeln "Central Bank Communication in Periods of Heightened Uncertainty" i ECB Monthly Bulletin November 2009 för skattningar av effekter på finansiella marknader av Europeiska centralbankens (ECB:s) fasträntelån.

aktörernas förväntningar på Riksbankens åtgärder kan ha haft betydelse. När en lista med sådana tillfällen är upprättad analyseras i det andra steget hur olika marknadsräntor samt växelkursen utvecklats vid de olika tidpunkterna och på så sätt kan fasträntelånens likviditets- och signaleringseffekter på de finansiella marknaderna kvantifieras och sammanvägas.

Studien fokuserar på att mäta fasträntelånens genomslag på en rad olika marknadsräntor, bland andra terminsräntor, interbankräntor och obligationsräntor. Även förändringar i ränteskillnader (även kallade spreadar), som exempelvis skillnaden mellan en tvåårig bostads- och statsobligation, har studerats.

Det går inte att helt isolera fasträntelånens effekter från andra faktorer. Lånen ingick som en del av den samlade penningpolitiska bedömningen där även det aktuella räntebeslutet och Riksbankens egen reporänteprogno (räntebanan) ingick. Trots mätproblemen som detta innebär har vi ändå bedömt att Riksbankens studie ger en rimlig uppskattning av de ränteeffekter som de tre fasträntelånen gav upphov till.¹²

Sammantaget visar vår analys att fasträntelånen pressade ned de kortfristiga marknadsräntorna med som mest cirka 20 räntepunkter. Exempelvis minskade interbankräntor samt räntor på bank- och företagscertifikat, vilket gjorde kortfristig finansiering billigare för både finansiella och icke-finansiella företag. En studie som kvantifierar effekterna av ECB:s fasträntelån 2009 visar på liknande effekter (ECB Monthly Bulletin November 2009).

Analysen visar också att räntorna på mer långfristiga ränteinstrument, såsom stats- och bostadsobligationer, sjönk när Riksbanken publicerade en räntebana med en prognos för låg reporänta under lång tid och samtidigt annonserade ett fasträntelån. De största effekterna kunde observeras för obligationer med löptider på upp till två år där räntorna sammantaget föll med som mest cirka 40 räntepunkter. Lägre styrränteförväntningar och lägre likviditetsriskpremier verkar ha varit några viktiga faktorer bakom de lägre obligationsräntorna, men det är svårt att helt isolera den effekt som endast kan tillskrivas fasträntelånen eftersom andra händelser som inträffade samtidigt också kan ha påverkat de svenska räntemarknaderna. Däremot verkar annonseringen av fasträntelånen ha haft ganska liten effekt på växelkursen.

Penningmarknadsräntorna sjönk

Penningmarknaden är marknaden för kortfristiga lån med löptid på upp till ett år. Vi har analyserat effekterna på interbankräntor genom att studera så kallade STIBOR-räntor på olika löptider.¹³ Dessa interbankräntor används i stor utsträckning som referensränta för många typer av finansiella kontrakt, exempelvis för många banklån och prissättning av företagscertifikatlån. Eventuella effekter av fasträntelånen på interbankräntor får därmed

¹² För ytterligare diskussion om mätproblem, se appendix.

¹³ Det är svårt att hitta något annat tillförlitligt, precist och högfrekvent datamaterial för räntenoteringar på kortfristiga lånemarknader än STIBOR. STIBOR-räntorna är fem bankers (under den här perioden var de sex banker) dagliga bedömning av det aktuella ränteläget för icke-säkerställda lån för olika löptider på interbanklånemarknaden. Även om STIBOR-räntor inte är vanliga marknadsräntor, och har sina begränsningar när det gäller att exakt spegla faktiska räntor för lån utan säkerheter, så följer förändringarna i STIBOR-räntorna ändå förändringarna i de flesta räntorna på de relaterade marknaderna väl.

även ett bredare genomslag som kan bidra till lägre räntor för både företag och hushåll (se nedan).

Ränteförändringarna för interbankräntor med olika löptider redovisas i diagram 3. Vi redovisar två olika skattningar på den totala effekten, ett där vi inkluderar alla nio händelser som förknippas med fasträntelånen (röd stapel) och ett där vi bara inkluderar de tre tillfällen där de respektive fasträntelånen annonseras för första gången (blå stapel). Det genomgående resultatet för hela studien är att huvuddelen av effekterna uppstod vid de tre annonseringarna av respektive fasträntelån.

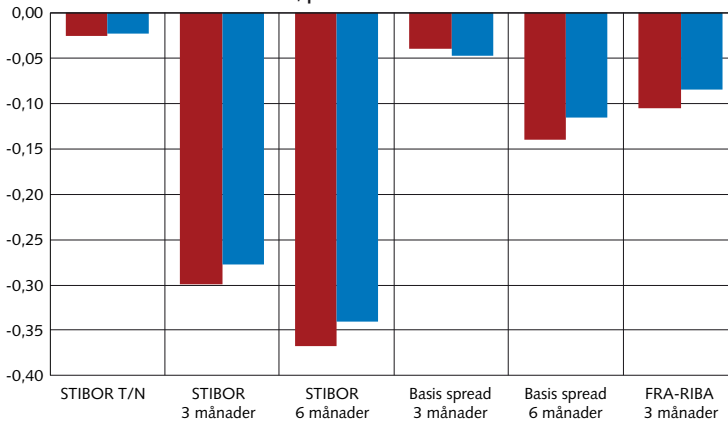
Den interbankränta som har löptid från i morgon till nästa dag kallas för tomorrow-to-next (T/N) och har en mycket hög korrelation med Riksbankens reporänta. Sammanlagt minskade T/N-räntan med 0,33 procentenheter mellan juni och december 2009, alltså under den period som Riksbanken gav ut de tre fasträntelånen. 0,25 procentenheter av den totala nedgången i T/N-räntan kan härledas till reporäntesänkningen med 0,25 procentenheter i juli 2009. Det betyder att övriga 0,08 procentenheter sannolikt var kopplade till den kraftiga ökningen av banksystemets likviditet till följd av fasträntelånen.

De mer långfristiga interbankräntorna på tre och sex månaders löptid minskade med sammanlagt 0,30 respektive 0,37 procentenheter i samband med de relevanta annonseringsdagarna. För att rensa för effekten av reporäntesänkningen den 2 juli och fokusera på likviditetseffekter av fasträntelånen behöver vi analysera de olika spreadmåten, basis spread och FRA-RIBA-spread, som visas i diagram 3.^{14, 15} Dessa mått anger skillnaden mellan interbankräntan och den genomsnittligt förväntade dagslåneräntan under samma löptid. Denna skillnad representerar långgivarens räntekompensation för att låna ut överskottslikviditet (kompensation för likviditetsrisk) samt för att låna ut till en låntagare som kan ställa in betalningarna (kompensation för kreditrisk). Spreadmåten minskade med 0,04–0,14 procentenheter vid de relevanta annonseringstillfällena för fasträntelånen. Mellan juni och december 2009 minskade dessa spreadar med 0,19–0,36 procentenheter, men under en så lång tidsperiod kan naturligtvis andra faktorer än fasträntelånen ha spelat in. Exempelvis minskade motsvarande spreadar även i andra länder under den här perioden, vilket indikerar att den globala finansiella risken då minskade. Detta bidrog sannolikt till att risken i det svenska banksystemet också minskade efter att ha varit förhöjd under hela den globala finanskrisen. Icke desto mindre verkar annonseringen av fasträntelånen ha bidragit till att få ned de kortfristiga räntekostnaderna för banker och företag som använder sig av marknadsfinansiering.

14 Basis spread är skillnaden mellan STIBOR interbankränta och STINA-ränta med samma löptid. Vi analyserar tre och sex månaders löptid. STINA är ett räntederivatkontrakt där två parter byter ett fast ränteflöde respektive ett rörligt ränteflöde med varandra. Det rörliga ränteflödet baseras på räntan för den korta löptiden tomorrow-to-next som är nära relaterad till Riksbankens reporänta. Den marknadsnoterade fasta räntan i STINA-kontrakten reflekterar den genomsnittliga förväntade dagslåneräntan under kontraktets löptid.

15 FRA och RIBA är två olika typer av terminsräntekontrakt. I ett terminsräntekontrakt kommer två parter överens om en ränta vid en framtida tidpunkt. Tidsintervallet samt priset (räntan) på kontraktet bestäms när kontraktet ingås och kommer till stor del att bero på motparternas ränteförväntningar. FRA-kontrakt (Forward Rate Agreement) avser terminskontrakt för framtida tre månaders STIBOR medan RIBA-kontrakt avser framtida reporäntnivåer. Se anmärkningen till diagram 3 för en definition av FRA-RIBA-spreaden.

Diagram 3. Den aggregerade effekten på kortfristiga räntor och spreadar vid information om fasträntelånen, procentenheter



- Effekter vid alla annonseringar relaterade till fasträntelånen
- Effekter vid annonseringarna av beslut om de tre fasträntelånen

Anm. Basis spread är skillnaden mellan STIBOR interbankränta och STINA-ränta. FRA-RIBA-spreaden är skillnaden mellan det kortaste terminkontraktet för STIBOR 3 månader (FRA-kontrakt) och motsvarande terminkontrakt för reporäntan (RIBA). Spreaden reflekterar förväntad interbanksread på 0 till 3 månaders sikt. Nyheter relaterade till fasträntelånen avser annonseringen av nya lån, villkor eller auktionsresultat, se Appendix tabell A1.

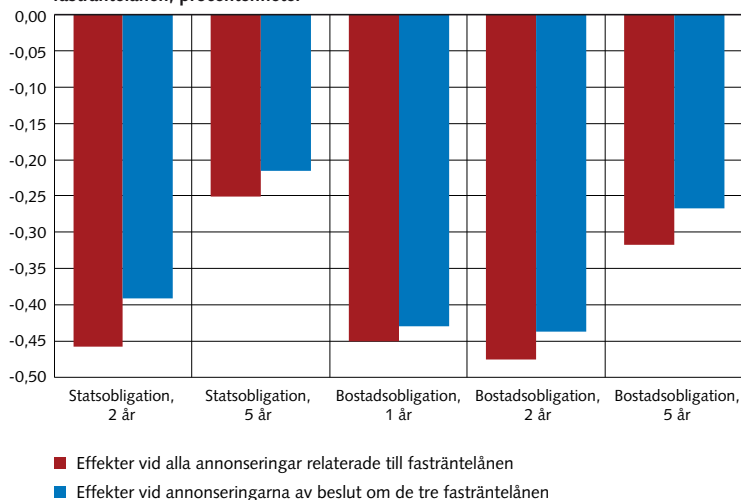
Källa: Riksbanken.

Även obligationsräntorna sjönk

Fasträntelånen förväntades även ha en viss effekt på en del långfristiga räntebärande värdepapper som stats- och bostadsobligationer. Eftersom fasträntelånen hade en löptid på ett år är det rimligt att förvänta sig att deras eventuella effekter var störst på obligationer med löptider på ungefär två år eller kortare. Vi har därför analyserat förändringar i både obligationernas räntenivåer och olika mått på ränteskillnader (spreadar) som skulle kunna vara relaterade till likviditets- och kreditrisker.

Diagram 4 visar de sammanvägda ränteförändringarna för stats- och bostadsobligationer vid annonseringen av fasträntelånen. Statsobligationsräntorna med två och fem års löptid föll sammanlagt med 0,46 respektive 0,25 procentenheter. Reporäntesänkningen i juli 2009 förklarar såvitt vi kan bedöma som mest 0,10–0,20 procentenheter av den sammanlagda förändringen i dessa räntor. Förändringarna i obligationsräntorna kan sannolikt förklaras av både likviditets- och signaleringseffekter. Det är dock inte möjligt att helt renodla dessa effekter och ange hur mycket de respektive effekterna bidrog till den totala räntenedgången i obligationsräntorna.

Diagram 4. Den aggregerade effekten på obligationsräntor vid information om fasträntelånen, procentenheter



Anm. Obligationsräntorna är nollkupongräntor med en konstant löptid, beräknade från interpolerade avkastningskurvor. Bostadsobligationsräntorna baseras på räntenoteringar för Stadshypoteks säkerställda bostadsobligationer. Nyheter i form av annonseringar kring nya lån, villkor eller auktionsresultat, se tabell A1.

Källa: Riksbanken.

Bostadsobligationsräntorna föll något mer än statsobligationsräntorna. För löptiderna ett, två och fem år var minskningen 0,45, 0,47 respektive 0,32 procentenheter. Fasträntelånets effekter på bostadsobligationsräntorna kan dock ha fått draghjälp från ECB:s köp av säkerställda bostadsobligationer som inleddes den 6 juli 2009 och pågick under hela det följande året. ECB:s köp berörde förvisso endast marknaderna för säkerställda obligationer emitterade i euro, men det kan på marginalen ha underlättat den totala finansieringssituationen för de svenska banker och bostadsinstitut som även finansierar sig genom emissioner i euro.¹⁶

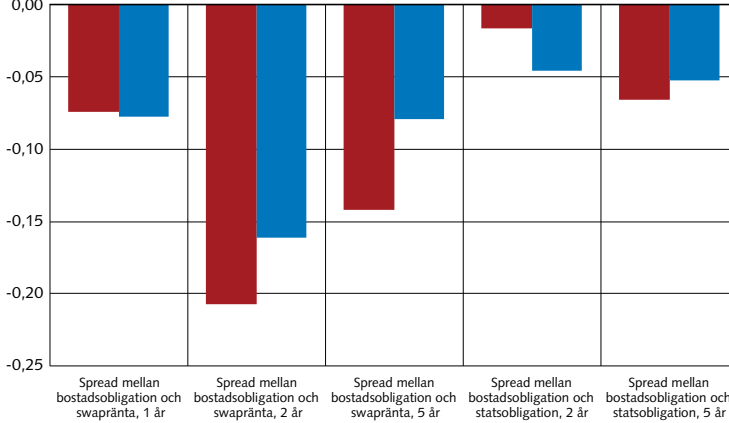
I diagram 5 redovisas hur ränteskillnaden (spreaden) mellan bostadsobligationer och motsvarande ränteswappar förändrades i samband med fasträntelånen.¹⁷ Spreadarna för löptiderna ett, två och fem år minskade med 0,07, 0,21 respektive 0,14 procentenheter. Av den totala minskning i ränteskillnaden mellan bostadsobligationsräntor och swapräntor för löptider på ett och två år som kunde noteras mellan juni och december 2009 ägde merparten rum i samband med annonseringen av fasträntelånen (se blå stapel). Denna minskning bör även ha påverkat bolåneräntorna till hushållen. Denna ränteskillnad är nämligen ett vik-

¹⁶ Innehavaren av en säkerställd obligation har särskild förmånsrätt vid en eventuell konkurs.

¹⁷ En ränteswap är en överenskommelse mellan två parter om att utbyta en viss ränta mot en annan ränta under en i förväg bestämd tidsperiod och i enlighet med vissa villkor. En stor del av bankernas och bolåneinstitutens bolån till hushåll har en kortfristig räntebindningstid på tre månader. Det innebär att bankerna har en stor del av sina intäkter från bolån baserad på en tremånaders ränta. Samtidigt sker bankernas egen upplåning på långa löptider via emissioner av bostadsobligationer. För att matcha sin finansieringskostnad så att den motsvarar ränteintäkterna kan en bank använda en ränteswap för att omvandla den fasta räntekostnaden till en tremånadersränta. Bankens totala finansieringskostnad blir då tremånadersräntan plus ränteskillnaden mellan exempelvis en femårig bostadsobligationsränta och en swapränta med samma löptid.

tigt mått på den merkostnad som banker eller bolåneinstitut får betala för att omvandla en långfristig finansieringskostnad till exempelvis en tremånaders ränta och därmed en viktig faktor som påverkar de bolåneräntor som hushållen möter.¹⁸

Diagram 5. Den aggregerade effekten på bostadsobligationsspreadar vid information om fasträntelånen, procentenheter



- Effekter vid alla annonseringar relaterade till fasträntelånen
- Effekter vid annonseringarna av beslut om de tre fasträntelånen

Anm. Obligationsräntorna är nollkupongräntor med en konstant löptid, beräknade från interpolerade avkastningskurvor. Bostadsobligationsräntorna baseras på räntenoteringar för Stadshypoteks säkerställda bostadsobligationer. Nyheter i form av annonseringar kring nya lån, villkor eller auktionsresultat, se tabell A1.

Källa: Riksbanken.

Hushållens bolåneräntor föll när finansieringskostnaderna minskade

Ett syfte med Riksbankens fasträntelån var att försöka få ned det allmänna ränteläget i den svenska ekonomin genom att påverka de marknadsräntor som avgör bankernas finansieringskostnader. De rörliga bolåneräntorna föll 0,42 procentenheter, från 2,26 i juni före första fasträntelånet till 1,84 procent i december efter det sista fasträntelånet, vilket är mer än de 0,25 procentenheter som reporäntan sänktes under perioden.^{19, 20} Som vår analys visar bidrog fasträntelånen till att hålla nere exempelvis interbank- och bostadsobligationsräntor, vilket ledde till att bankernas och bolåneinstitutens kostnader för att finansiera nya bolån till hushållen blev lägre. Framför allt har fasträntelånen bidragit till att fördröja ökningen av bankernas finansieringskostnader. Den högre finansieringskostnad som etable-

18 För en mer detaljerad förklaring, se fördjupningsrutan "Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag" i Penningpolitisk rapport februari 2012.

19 Se finansmarknadsstatistiken som Statistiska centralbyrån samlar in från finansiella institut på uppdrag av Riksbanken.

20 Bolåneräntor är inte en marknadsränta som reagerar omedelbart på ny information utan kan justeras med flera dagars fördröjning. Därmed är det inte meningsfullt att studera de omedelbara effekterna på bolåneräntorna vid annonseringarna om fasträntelånen.

rats efter 2010 beror delvis på att priset på risk nu är högre än före den finansiella krisen. För en utförligare diskussion om detta hänvisar vi till fördjupningsrutan "Den senaste utvecklingen på den korta interbankmarknaden" i Finansiell stabilitet 2011:1.²¹

De penningpolitiska förväntningarna föll

För att uppskatta signaleringseffekten av fasträntelånen studerar vi hur marknadens prissättning av de penningpolitiska förväntningarna utvecklades.²² Prissättningen definieras här som marknadsnoterade terminsräntor – eller mer specifikt så kallade FRA- och RIBA-kontrakt. I diagram 6 visas de summerade förändringarna i räntorna på några olika terminskontrakt för de tre dagar då nya fasträntelån annonserades (den 2 juli, 3 september och 22 oktober 2009). Diagrammet visar fem olika terminskontrakt och anger förändringar i både RIBA- och FRA-kontrakt som mäter den förväntade reporäntan 1–2 år fram i tiden.

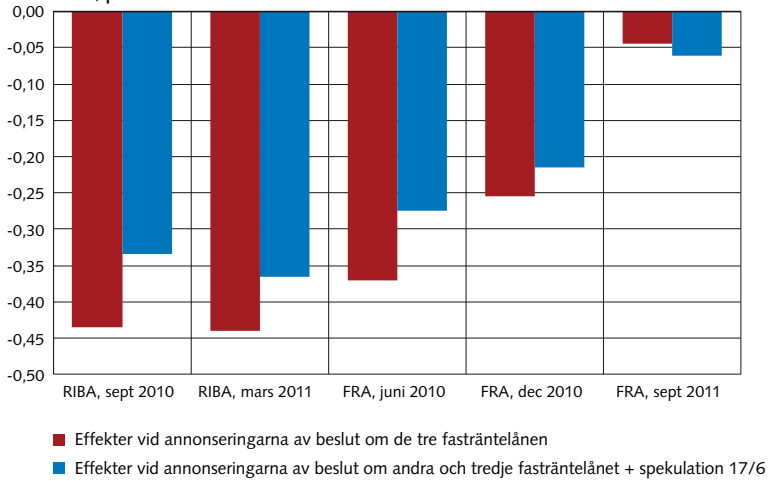
FRA- och RIBA-räntorna kan även påverkas av andra faktorer (så kallade riskpremier) än penningpolitiska förväntningar, men för de dagsförändringar vi mäter antar vi att dessa faktorer är konstanta.²³ Om vi alltså antar att riskpremierna i FRA- och RIBA-räntorna var oförändrade de aktuella dagarna kan de resultat som visas i diagram 6 tolkas som att de penningpolitiska förväntningarna på 1–1,5 års horisont föll med sammanlagt 0,25–0,45 procentenheter (se de röda staplarna). Den sammanlagda effekten på terminsräntan med cirka två års horisont (FRA september 2011) var dock bara en minskning med 0,05 procentenheter.

21 För en utförligare diskussion om prissättningen av boräntor hänvisar vi till fördjupningsrutan "Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag" i Penningpolitisk rapport februari 2012.

22 Ett sätt att kontinuerligt mäta penningpolitiska förväntningar är att utgå från marknadsnoterade terminsräntor. Terminsräntor är räntor som bestäms idag för placeringar eller lån som påbörjas först vid en framtida tidpunkt (likviddagen) och sträcker sig över en bestämd löptid. Terminsräntan kan ses som summan av den förväntade genomsnittliga reporäntan från likviddagen till förfallodagen, en löptidspremie som kompenserar för ränterisk och andra riskpremier som beror på likviditets- och kreditrisker. Marknadens penningpolitiska förväntningar beräknas som terminsräntan justerad för dessa premier. Ett mindre kontinuerligt sätt att mäta penningpolitiska förväntningar är att ställa frågor om penningpolitiska förväntningar via enkäter.

23 För FRA-räntorna skulle detta antagande kunna vara missvisande eftersom de är terminskontrakt på framtida STIBOR med tre månaders löptid och eftersom även framtida STIBOR kan påverkas av fasträntelånen via likviditetseffekter. Därmed kan signaleringseffekten överskattas när man mäter den med FRA-räntor. Resultaten visar dock på det omvända eftersom förändringarna i FRA-räntorna är mindre än förändringarna i RIBA-räntorna.

Diagram 6. Den aggregerade effekten på terminsräntor vid information om fasträntelånen, procentenheter



Anm. FRA är ett terminskontrakt för STIBOR om tre månader och RIBA är terminskontrakt för ett tre månaders genomsnitt av reporäntan.

Källa: Riksbanken.

I samband med den första annonseringen av fasträntelån den 2 juli 2009 sänkte Riksbanken även reporäntan med 0,25 procentenheter. Räntesänkningen var nästan 0,20 procentenheter större än vad marknadsaktörerna hade räknat med i genomsnitt. En del av den förändring i de kortfristiga terminsräntorna som följde direkt efter berodde därför på detta överraskande beslut och hade alltså inte med fasträntelånet att göra. Sammantaget föll terminsräntorna med 0,15–0,18 procentenheter den 2 juli och det är sannolikt att en stor del av den förändringen kan hänvisas till den oväntade räntesänkningen. Som en isolerad händelse hade annonseringen av det första fasträntelånet därmed sannolikt en ganska liten effekt på de penningpolitiska förväntningarna. Till detta bidrog det faktum att marknadsaktörerna redan i mitten av juni hade börjat spekulera kring Riksbankens möjligheter att använda sig av fasträntelån för att stödja en låg räntebana efter att ECB i början av maj 2009 annonserat lån till fast ränta med ett års löptid. Därmed kan signaleringseffekten från fasträntelånet ha varit inkluderad i terminsräntorna redan inför annonseringen den 2 juli. Exempelvis föll terminsräntorna med 0,07–0,10 procentenheter redan den 17 juni då uppenbara spekulationer började.²⁴

Om vi i stället lägger samman ränteförändringarna den 17 juni med effekterna i samband med annonseringarna av de två sista fasträntelånen får vi ett potentiellt bättre mått på den totala signaleringseffekten. Detta beror på att vi exkluderar effekterna av reporäntesänkningen den 2 juli och tar hänsyn till att det första fasträntelånet helt eller delvis kan ha varit förväntat redan från den 17 juni. Den sammantagna effekten blir då 0,22–0,37

²⁴ Vi har identifierat detta datum utifrån spekulationer i marknadsbrev och ett uttalande från Konjunkturinstitutet om att Riksbanken sannolikt skulle genomföra någon form av kvantitativa åtgärder senare under 2009.

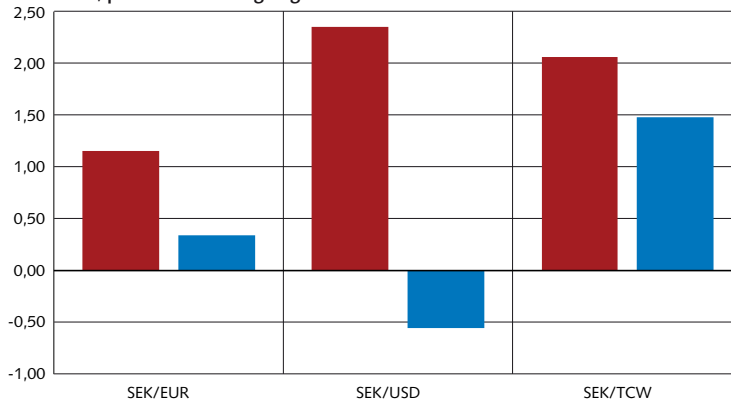
procentenheter, vilket framgår av de blå staplarna i diagram 5. Oavsett vilken av dessa mätmetoder vi använder visar resultaten att fasträntelånen hade noterbara effekter på de penningpolitiska förväntningarna.

Små effekter på växelkursen

Utöver effekter på marknadsräntorna kan fasträntelånen ha haft signaleringseffekter på växelkursen. Men eftersom valutamarknaden reagerar på ett stort flöde av information under en dag är det svårt att bevisa att växelkursförändringen under den dag då Riksbanken annonserade ett fasträntelån enbart är kopplad till denna annonsering.

Vår analys av förändringarna i TCW-index och i kronkursen gentemot euron respektive den amerikanska dollarn visar att fasträntelånens effekt på växelkursen överlag inte varit speciellt stor.²⁵ Vi kan dock ändå notera att kronans växelkurs påverkades, framför allt vid annonseringen av beslutet om det första fasträntelånet i juli 2009. Den dagen försvagades kronan med 1,1 procent mot euron och med 3 procent mot dollarn. Vid annonseringen av de två övriga fasträntelånen var effekterna på växelkursen mindre, vilket gör att det sammanvägda måttet som visas i diagram 7 helt domineras av effekten i juli. Kronförsvagningen den 2 juli 2009 kan också vara en effekt av att reporäntan vid samma tillfälle överraskande sänktes till 0,25 procent. Här kan vi därför inte fullständigt isolera och identifiera fasträntelånets effekter på kronan. Tillgängliga data indikerar alltså att fasträntelånen inte hade någon tydlig effekt på kronan.

Diagram 7. Den aggregerade effekten på växelkurser vid information om fasträntelånen, procentuell försvagning



- Effekter vid annonseringarna av beslut om de tre fasträntelånen
- Effekter vid annonseringarna av beslut om andra och tredje fasträntelånet + spekulation 17/6

Anm. Positiv (negativ) effekt innebär att svenska kronan försvagades (stärktes). SEK/TCW är ett valutakursindex för svenska kronan som väger samman växelkursen gentemot Sveriges viktigaste handelspartner.

Källa: Riksbanken.

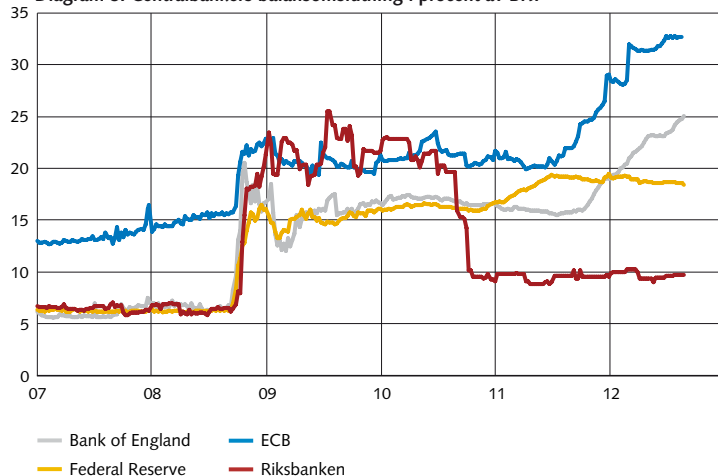
²⁵ TCW-index är ett index som mäter den svenska kronans värde mot en korg av andra valutor.

RIKSBANKEN AVVECKLADE DE EXTRAORDINÄRA ÅTGÄRDERNA 2010

Under 2010 fungerade de finansiella marknaderna allt bättre. Bland annat fick både de svenska bankerna och andra aktörer återigen allt bättre tillgång till finansiering via de privata marknaderna. Dessutom utvecklades den svenska ekonomin klart bättre än förväntat. BNP ökade med 6,1 procent 2010, en ökning som var större än nedgången året innan. Uppgången var bred och kunde noteras i samtliga delar av försörjningsbalansen. Även arbetsmarknaden utvecklades bättre än förväntat och arbetslösheten började minska.

Riksbanken började därför signalera sin exitstrategi, det vill säga sina planer för en gradvis avveckling av sin extraordinära utlåning. Redan vintern 2009 började Riksbanken successivt höja räntan på de lån med rörlig ränta som man fortsatte att erbjuda bankerna i stabilitetssyfte. Löptiderna på dessa lån blev också allt kortare under 2010. På så sätt kunde Riksbanken gradvis förbereda bankerna på att återgå till ett normalt läge utan extraordinär utlåning när de stora fasträntelånen skulle återbetalas under sommaren och hösten 2010. I takt med att bankerna fick bättre tillgång till marknadsfinansiering och Riksbankens utlåning blev mindre fördelaktig valde bankerna att inte förlänga sin upplåning hos Riksbanken. I oktober 2010 betalades det sista utestående fasträntelånet tillbaka och därmed hade Riksbanken avslutat sin extraordinära utlåning.²⁶ Diagram 8 visar tydligt att Riksbankens extraordinära utlåning ledde till att Riksbankens balansomslutning först ökade väsentligt för att sedan snabbt minska under hösten 2010.

Diagram 8. Centralbankers balansomslutning i procent av BNP



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics, SCB samt respektive centralbank.

Parallellt med att den extraordinära utlåningen avvecklades började även penningpolitiken som helhet att återgå till ett mer normalt läge. Riksbanken hade lämnat reporäntan oför-

²⁶ Efter detta återstod endast några mindre utestående lån till rörlig ränta. I januari 2011 betalades det sista utestående lånet med rörlig ränta tillbaka.

ändrad på 0,25 procent från och med juli 2009. I juli 2010 höjdes reporäntan för första gången till 0,5 procent och sedan följde ytterligare 3 höjningar om vardera 0,25 procentenheter. I slutet av 2010 låg reporäntan på 1,25 procent.

Riksbanken kommunicerade sin exitstrategi långt i förväg. I praktiken avvecklades de extraordinära åtgärderna på ett förhållandesvis enkelt sätt: I och med att Riksbankens fasträntelån förföll till återbetalning under 2010 och utlåningen inte förnyades hade Riksbanken i stort sett avvecklat sina extraordinära åtgärder. Tekniskt sett var Riksbankens exitstrategi därmed okomplicerad, även om de lån som förföll omfattade relativt stora belopp i förhållande till BNP. Till skillnad från många andra centralbanker hade Riksbanken inte använt sig av köp av värdepapper som en krisåtgärd, vilket sannolikt också gjorde det lättare att planera och genomföra avvecklingen av de extraordinära åtgärderna.

OSÄKERHET SKAPADE FRIKTIONER VID AVVECKLINGEN AV DE EXTRAORDINÄRA ÅTGÄRDerna²⁷

I samband med att Riksbanken avslutade den extraordinära utlåningen var det rimligt att förvänta sig att interbank- och obligationsmarknadsräntorna återigen skulle öka. Syftet med att erbjuda fasträntelånen hade ju varit att pressa ned dessa räntor genom att minska likviditetsriskpremierna. När det sista fasträntelånet förföll till betalning i oktober 2010 steg mycket riktigt interbankräntor och bostadsobligationsräntor, men det uppstod även temporära friktioner som ledde till ökad volatilitet på framför allt de kortfristiga penningmarknaderna. Den ökade oron på interbankmarknaderna påverkade under en kortare tid även andra delmarknader med högre marknadsräntor som följd. Varför uppstod dessa friktioner trots att Riksbanken tydligt hade kommunicerat sin exitstrategi i förväg samtidigt som bankerna hade god tillgång till alternativ finansiering?

När bankerna återbetalade fasträntelånen sjönk likviditeten i banksystemet snabbt, vilket främst påverkade den mest kortfristiga interbankmarknaden, det vill säga dagslånemarknaden. Att det kunde bli en effekt på interbankmarknaden var väntat, men omfattningen av denna effekt var svår att bedöma på förhand.

Under den period som Riksbanken tillhandahöll stora mängder likviditet minskade handeln på dagslånemarknaden drastiskt eftersom bankerna inte längre behövde låna pengar av varandra över natten. När lånen sedan förföll och likviditeten minskade blev bankerna åter tvungna att hantera sin kortfristiga finansiering genom att jämna ut sina dagliga över- och underskott med varandra. Under denna övergång uppstod en osäkerhet om vilka belopp, och till vilken ränta, som bankerna var beredda att låna ut till varandra från en dag till en annan utan säkerheter. Från att ha varit mycket låg och stabil i förhållande till reporäntan sedan hösten 2008 steg därför dagslånereäntan. Osäkerheten på dagslånemarknaden påverkade även andra delmarknader och pressade upp även de längre penningmarknadsräntorna.

²⁷ Se även fördjupningsrutorna "Den tillfälliga marknadsoron efter avvecklingen av Riksbankens lånefaciliteter" i Finansiell stabilitet 2010:2 och "Den senaste utvecklingen på den korta interbankmarknaden" i Finansiell stabilitet 2011:1.

Den ökade osäkerheten bestod under några veckor efter att det sista stora fasträntelånet förfallit i oktober 2010. Därefter kom bankerna överens om vilka nya förhållanden som skulle gälla på dagslånemarknaden. Därmed minskade osäkerheten kring tillgången till och priset på dagslån. Detta ledde i sin tur till att läget på övriga penning- och obligationsmarknader också gradvis stabiliserades.

Åtgärderna dolde ett ändrat riskbeteende hos finansiella aktörer

Vid sidan av den ökade osäkerheten fanns det andra faktorer som kan förklara de friktioner som uppstod. De stora likviditetsöverskott som rådde när fasträntelånen var på plats hade dolt ett nytt fenomen. Den finansiella krisen hade bidragit till ett ändrat riskbeteende hos de svenska bankerna. Det är tydligt att bankerna i samband med krisens utbrott blivit mer medvetna om riskerna i banksystemet samtidigt som deras behov av att hålla större reserver av likvida medel som en del av sin likviditetshantering hade ökat. Effekterna av detta nya beteende blev tydliga först när tillgången till överskottslikviditet minskade och bankerna i större utsträckning åter behövde låna och låna ut pengar sinsemellan på interbank- och dagslånemarknaden. Konsekvensen av ökad riskmedvetenhet och större likviditetsbuffertar blir ett högre pris på likviditet i form av högre likviditetsriskpremier. Före finanskrisen var dessa riskpremier mycket små. Att de genomsnittliga riskpremierna på svenska penning- och obligationsmarknaden skulle bli högre efter avvecklingen av Riksbankens extraordinära åtgärder var inte förvånande. Anpassningen till den nya situationen var dock förmodligen mer volatil än vad marknadsaktörerna hade förväntat sig. Förändrad likviditetshantering och ökad riskmedvetenhet är inte något unikt för svenska banker. Även utländska marknadsaktörer har uppvisat detta beteende och vill hålla mer likvida medel än före den finansiella krisens utbrott.

Men det var inte bara bankernas ändrade riskbeteende kring likviditetshanteringen som orsakade den ökade volatiliteten på marknaden. Bankerna själva var väl förberedda på att betala tillbaka sina lån till Riksbanken och hade tillgång till långfristig marknadsfinansiering. Men det var ett antal andra marknadsaktörer som dragit nytta av de låga och stabila interbankräntorna som överskottslikviditeten bidragit till. Det hade alltså uppstått arbitrage-liknande möjligheter där aktörerna med hjälp av billig finansiering med kort löptid kunde investera i längre tillgångar som exempelvis bostadobligationer. När de korta interbankräntorna sedan steg och den billiga finansieringen försvann blev denna typ av investering inte längre fördelaktig och aktörerna valde då att sälja sina innehav, vilket ledde till fallande priser och högre räntor.

Det är förvisso naturligt att vissa friktioner uppstår då marknaden anpassar sig från en situation med stora likviditetsöverskott i banksystemet till en mer normal situation. Men den typen av friktioner som uppstod vid avvecklingen av Riksbankens åtgärder visar att det är uppenbart att alla marknadsaktörer inte var fullt förberedda på konsekvenserna av avvecklingen. Detta trots att avvecklingen tydligt kommunicerades i förväg och Riksbanken förde en dialog med bankerna inför denna. En lärdom från Riksbankens exitstrategi är därför att man ska räkna med att det kan vara svårt att i förväg överblicka den kedja av

reaktioner som kan uppstå när man efter en lång period drar tillbaka ett stort likviditetsöverskott och återgår till ett mer normalt sätt att hantera likviditet.

EFFEKTIVA ÅTGÄRDER FÖRUTSÄTTER FÖRBEREDELSE OCH SNABBT AGERANDE

Riksbankens penningpolitiska styrsystem har visat sig fungera väl under såväl normala förhållanden som under den senaste finansiella krisen. I normala fall använder Riksbanken ett fåtal instrument för att implementera penningpolitiken. Men under den finansiella krisen genomförde Riksbanken ett antal förändringar av styrsystemet och vidtog en rad extraordinära åtgärder – främst utlåning i svenska kronor och amerikanska dollar till bankerna. Andra centralbanker genomförde liknande extraordinära åtgärder. Den största skillnaden jämfört med andra centralbanker är att Riksbanken inte köpte värdepapper som en krisåtgärd. Men alternativet att köpa räntebärande värdepapper som exempelvis stats- eller bostadsobligationer utreddes och diskuterades även på Riksbanken. Direktionen bedömde dock att fasträntelånen i kombination med övriga penningpolitiska åtgärder var tillräckliga för att hantera den aktuella situationen och att ytterligare åtgärder inte var nödvändiga.²⁸

Vår utvärdering av fasträntelånens effekter visar att lånen under 2009 ledde till gynnsammare finansiella förhållanden i Sverige. Trots att reporäntan hade nått vad som uppfattades som reporäntans nedre gräns, kunde Riksbanken motverka en svag ekonomisk utveckling genom att göra penningpolitiken mer expansiv. Både penningmarknads- och obligationsräntor samt rörliga bolåneräntor blev lägre som en konsekvens av fasträntelånen. Vår slutsats är att den här typen av fasträntelån kan ha effekt på marknadsräntor, åtminstone i en situation då de finansiella marknaderna inte fungerar friktionsfritt.

Erfarenheterna från den finansiella krisen visar hur viktigt det är att Riksbanken har beredskap att snabbt kunna vidta lämpliga extraordinära åtgärder när behovet uppstår. Det kan heller inte uteslutas att andra åtgärder, exempelvis köp av värdepapper, kan komma att behövas i framtiden. Ytterligare en viktig lärdom är att förändringar och nya åtgärder kräver en del förberedelser innan de kan implementeras i praktiken. Det kan exempelvis innebära att nya rutiner, avtal och system kan behöva utarbetas. Det är alltså en fördel om Riksbanken har infrastrukturen på plats under normala tider så att behovet av längre förberedelser blir mindre i ett läge då extraordinära åtgärder snabbt behöver genomföras. Riksbanken beslutade därför våren 2012 att komplettera den penningpolitiska verktygslådan genom att åter anskaffa en begränsad obligationsportfölj i svenska kronor. Genom denna åtgärd säkerställs att Riksbanken har de system, rutiner och kunskaper som behövs för att i framtiden stå rustad att genomföra extraordinära åtgärder med kort varsel.

Även avvecklingen av krisåtgärderna gav viktiga erfarenheter. Riksbanken kommunicerade sin exitstrategi i god tid, i förhoppning om att förbereda bankerna på en situation utan likviditetsstöd. I takt med att bankerna fick allt bättre tillgång till marknadsfinansiering igen och utlåningen från Riksbanken blev dyrare och erbjöds på allt kortare löptider uppmanades bankerna att låta lånen hos Riksbanken förfalla. Bankernas övergång från omfattande

²⁸ Se penningpolitiskt protokoll från direktionens sammanträde den 20 april 2009.

likviditetsstöd till full marknadsfinansiering skedde därmed gradvis och blev förhållandevis odramatisk.

Den volatilitet på penning- och obligationsmarknaderna som uppstod efter att Riksbanken hösten 2010 avvecklade sina extraordinära åtgärder varade under några veckor innan läget stabiliserades. Den kortfristiga penningmarknaden fortsätter dock än i dag, under hösten 2012, att visa högre volatilitet och högre räntor än före finanskrisen. Detta är sannolikt delvis en följd av att bankerna blivit mer medvetna om riskerna i banksystemet samtidigt som deras behov av att hålla större reserver av likvida medel som en del av sin likviditetshantering ökat. Dessutom har den pågående skuldskrisen i Europa bidragit till högre riskpremier och ökad marknadsoro, vilket även påverkar den svenska ränte- och valuta-marknaden. Att riskpremierna fortfarande är högre än de var före den finansiella krisens utbrott har därmed flera orsaker. Det förefaller inte heller sannolikt att de återgår till de låga nivåer vi såg innan den finansiella krisen bröt ut.²⁹

Det bör understrykas att Riksbanken valde att avveckla de extraordinära åtgärderna under en period då relativt gynnsamma villkor rådde. Läget på de finansiella marknaderna hade förbättrats, den svenska ekonomin återhämtade sig med god fart och övriga centralbanker fortsatte att förse marknaderna med stora likviditetsöverskott. En viktig erfarenhet av Riksbankens arbete med exitstrategi är därmed att det trots förberedelser kan vara svårt att i förväg överblicka de fulla konsekvenserna av en avveckling av extraordinära åtgärder.

29 Även nya regleringar spelar en viktig roll för framtida riskpremier. Se exempelvis fördjupningsrutan "Basel III – effekter på de svenska bankerna och Sverige" i Finansiell stabilitet 2010:2.

Referenser

- Apel, Mikael och Claussen, Carl Andreas, 2012, Penningpolitik, ränta och risktagande, *Penning- och valutapolitik*, 2012:2, Sveriges riksbank.
- Bauer, Michael och Rudebusch, Glenn, 2011, The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases, *Working Paper* 2011–21, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Beechey, Meredith och Elmér, Heidi, 2009, Reporäntans nedre gräns, *Ekonomisk kommentar* nr 11, 2009, Sveriges riksbank.
- ECB Monthly Bulletin*, November 2009, Central Bank Communication in Periods of Heightened Uncertainty, s. 71–79, ECB.
- ECB Monthly Bulletin*, October 2010, The ECB's Response to the Financial Crisis, s. 59–74, ECB.
- Eklund, Johanna och Åsberg Sommar, Per, 2011, Den svenska marknaden för likviditetsutjämning mellan banker över natten 2007–2010, *Penning- och valutapolitik* 2011:1, Sveriges riksbank.
- Elmér, Heidi, Sellin, Peter och Åsberg Sommar, Per, 2012, Det penningpolitiska styrsystemet och erfarenheterna av den finansiella krisen, *Ekonomisk kommentar* nr 2, 2012, Sveriges riksbank.
- Finansiell stabilitet*, 2010:2, Den tillfälliga marknadsoron efter avvecklingen av Riksbankens lånefaciliteter, s. 23–25, Sveriges riksbank.
- Finansiell stabilitet*, 2010:2, Basel III – effekter på de svenska bankerna och Sverige, s. 61–67, Sveriges riksbank.
- Finansiell stabilitet*, 2011:1, Den senaste utvecklingen på den korta interbankmarknaden, s. 26–30, Sveriges riksbank.
- Gagnon, Joseph, Raskin, Mathew, Remache, Julie och Sack, Brian, 2010, Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work? *Staff Report* no. 441, Federal Reserve Bank of New York.
- Krishnamurthy, Arvind och Vissing-Jorgensen Annette, 2011, The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, Brookings Institution.
- Lenza, Michelle, Pill, Huw och Reichlin, Lucrezia, 2010, Monetary policy in exceptional times, *Working Paper* no 1253, ECB.
- Nessén, Marianne, Sellin, Peter och Åsberg Sommar, Per, 2011, Det penningpolitiska styrsystemet, Riksbankens balansräkning och den finansiella krisen, *Ekonomisk kommentar* nr 1, 2011, Sveriges riksbank.
- Penningpolitisk rapport*, februari 2012, Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag, s. 52–56, Sveriges Riksbank.
- Penningpolitiskt protokoll*, 20 april 2009, Sveriges riksbank.
- Sellin, Peter och Åsberg Sommar, Per, 2011, Översyn av Riksbankens penningpolitiska styrsystem, *Penning- och valutapolitik* 2012:2, Sveriges riksbank.
- Svensson, Lars E. O., 2009, Penningpolitik vid nollränta, tal på SNS.
- Söderström, Ulf och Westermark, Andreas, 2009, Penningpolitik när styrräntan är noll, *Penning- och valutapolitik* 2009:2, Sveriges riksbank.
- Årsredovisning, 2009, Sveriges riksbank.

Appendix: Beskrivning av metoden för att uppskatta effekterna av fasträntelånen

En metod av typen "event study" studerar de omedelbara priseffekterna vid publiceringen av ny information. Metoden används i den här studien för att summera ränteförändringarna vid de specifika mättillfällen som kan kopplas till dagar då ny information relaterad till fasträntelånen har offentliggjorts. Summan av ränte- eller växelkursförändringarna under de dagarna antas reflektera den sammanlagda effekt som fasträntelånen haft på finansiella priser. Samma typ av utvärderingsmetod har använts för att studera effekterna av andra centralbankers extraordinära åtgärder (se exempelvis Gagnon m.fl. 2010 samt Krishna-murthy och Vissing-Jorgensen 2010). Data för marknadsräntor och växelkurser har hämtats från Reuters EcoWin.

Vi har sammanställt en lista över nyheter som kan kopplas till Riksbankens fasträntelån. Sådan ny information har främst kommit från Riksbankens egna annonseringar och uttalanden kring fasträntelånen, som exempelvis annonsering av beslut, auktionsvillkor och auktionsresultat. Listan har även kompletterats med några nyheter om ECB:s åtgärder som också skulle ha kunnat påverka svenska marknadsräntor. Det visar sig dock att dessa nyheter inte sammanfaller med några av de mättillfällen som är kopplade till fasträntelånen. Tabell A1 redovisar alla dessa datum och händelser. Sammanlagt identifieras nio dagar med nyheter som är direkt kopplade till Riksbankens fasträntelån och som består av annonseringar från Riksbanken själv.³⁰

Det finns några egenskaper hos och potentiella problem med den valda metoden som vi måste beakta. Eftersom beslut om de tre fasträntelånen annonserades i samband med de penningpolitiska mötena kan vi inte helt isolera fasträntelånets effekter eftersom lånen har presenterats som del i den penningpolitiska bedömningen där även det aktuella räntebeslutet och räntebanan ingår. De sammanvägda effekterna är dessutom beräknade genom att vi mätt förändringen av marknadsräntor under en hel dag.³¹ Det är tillräckligt lång period för att marknadsaktörerna ska hinna agera på den nya informationen och för att marknadsräntorna ska hinna anpassa sig. Men det leder samtidigt till att det finns en risk att icke-relevanta händelser under mättdagen kan påverka marknadsräntorna och därmed resultaten. Vid studier med betydligt fler mättillfällen (observationer) än i vårt fall antas störningarna från icke-relevanta händelser vara ömsom positiva och negativa, vilket leder till att de tar ut varandra och inte får någon avgörande påverkan på den summerade ränteeffekten. Vi har dock kontrollerat de få mättdagarna för sådana exogena händelser och vår bedömning är att sådana händelser inte påverkat resultatet i någon avgörande utsträckning, trots att antalet mättillfällen är lågt.

30 Här inkluderas inte likviddagarna för fasträntelånen, det vill säga dagarna då pengarna faktiskt betalades ut från Riksbanken. Signaleringsmässigt är dessa dagar ointressanta eftersom allting kring dessa transaktioner slutgiltigt bestämts och publicerats två dagar innan.

31 Ett alternativ hade varit att använda intradagsdata, men pålitliga och tillräckliga sådana data var inte tillgängliga för denna studie.

Tolkningen av de uppskattade effekterna bör även beakta att en del av effekterna från fasträntelånet kan ha slagit igenom gradvis under en längre tid och inte bara på själva mät-dagarna. De uppskattade effekterna i den här studien kan därför vara mindre än den totala effekten av fasträntelånen.

Tabell A1. Nyheter och händelser relaterade till fasträntelånen

	Relaterade nyheter och händelser	Nyheter om fasträntelånen
2009-05-07	ECB annonserar 'fixed rate loan' 12 m & köp av covered bonds	
2009-06-17	Spekulationer om att Riksbanken kan komma att erbjuda fasträntelån	
2009-06-24	ECB annonserar resultat av auktion 12 m	
2009-07-02	Riksbanken annonserar fasträntelån 12 m + sänker reporäntan till 0,25 %	*
2009-07-06	ECB initierar program för köp av covered bonds	
2009-07-09	Riksbanken annonserar villkor för auktion	*
2009-07-13	Riksbanken annonserar resultat av auktion	*
2009-07-15	Första lånet betalas ut	
2009-09-03	Riksbanken annonserar nytt fasträntelån 12 m	*
2009-09-10	Riksbanken annonserar villkor för auktion	*
2009-09-14	Riksbanken annonserar resultat av auktion	*
2009-09-16	Andra lånet betalas ut	
2009-10-22	Riksbanken annonserar nytt fasträntelån 12 m	*
2009-10-29	Riksbanken annonserar villkor för auktion	*
2009-11-02	Riksbanken annonserar resultat av auktion	*
2009-11-04	Tredje lånet betalas ut	

Anm. Datum märkta med stjärna används för att beräkna kumulerade effekter på räntor och spreadar i diagram 3, 4 och 5.