

ANALYS – Transmissionen av penningpolitiken till penningmarknaden

Penningmarknaden är central för Riksbanken eftersom den utgör det första steget i transmissionen av penningpolitiken. Ränthöjningarna 2022–2023 påverkade snabbt räntorna i denna marknad på det sätt som var förväntat.

Riksbanken avser att under året klargöra sin syn på framtida värdepappersinnehav i svenska kronor och hur detta påverkar det penningpolitiska styrsystemet. Utgångspunkten är dock fortsatt att ytterligare normalisering av balansräkningen är önskvärd. Framöver kommer penningmarknaden därför präglas av att banksystemets likviditetsöverskott också minskar. Banksystemet förväntas dock fortsätta att ha ett betydande överskott och Riksbanken bedömer att penningmarknadsräntorna kommer fortsätta att ligga stabilt nära styrräntan.

Penningmarknaden är den del av räntemarknaden där instrumenten har en löptid som är kortare än ett år, och inte har några kupongbetalningar.¹⁷ Denna marknad används av såväl finansiella som större icke-finansiella företag för bland annat kortfristig likviditetshantering och finansiering samt för lån av obligationer. Exempel på penningmarknadsinstrument är dagslån, repor och valutaswappar. I den här analysen fokuserar vi på den del av penningmarknaden som har de allra kortaste löptiderna.¹⁸ Denna kan betraktas som marknaden för likviditetsutjämning, eftersom det är här som den kortfristiga likviditeten utjämnas mellan aktörer med underskott och överskott.

Marknaden för likviditetsutjämning är central för Riksbanken eftersom den utgör det första steget i transmissionen av penningpolitiken, främst för att etablera styrräntans nivå. Genom sitt räntestyrningssystem styr Riksbanken de penningpolitiska motparternas incitament för likviditetsutjämning.¹⁹ I det penningpolitiska styrsystemet erbjuds de penningpolitiska motparterna möjligheter att låna eller placera likviditet hos Riksbanken. Kostnaden för att utnyttja styrsystemets faciliteter präglar räntorna på penningmarknaden eftersom den erbjuder alternativa sätt att anskaffa eller placera likviditet. Dessa räntor fortplantar sig sedan genom det finansiella systemet, och påverkar i slutändan de räntor som hushåll och företag möter.

¹⁷ För mer information om penningmarknaden i svenska kronor, se kommande staff memo (S. Colakovic m.fl. (2024) "Penningmarknaden i svenska kronor 2022–2023", *Staff memo*, Sveriges riksbank.)

¹⁸ Vi studerar i denna analys främst dagslån och repor med löptid på upp till en dryg vecka samt referensräntor. Även valutaswappar används dock i stor utsträckning för kortfristig likviditetsutjämning.

¹⁹ Det finns en stående inlåningsfacilitet och två olika utlåningsfaciliteter. Dessa faciliteter har löptid över natten. För mer information om styrsystemet, se D. Hansson och I. Wallin Johansson (2023) "Riksbankens penningpolitiska styrsystem efter reformen 2019–2022", *Penning- och Valutapolitik*, nr 2, Sveriges riksbank.

En viktig koppling mellan styrsystemet och penningmarknaden är banksystemets så kallade likviditetsställning gentemot Riksbanken. Dessa fordringar på Riksbanken benämns även som centralbanksreserver och utgör tillsammans med sedlar och mynt den monetära basen ("centralbankspengar"). Det är likviditetsställningen som avgör hur stor mängd centralbanksreserver som finns tillgänglig för de penningpolitiska motparternas likviditetsutjämning över natten.²⁰ Den strukturella likviditetsställningen bestäms som en restpost på Riksbankens balansräkning. Det innebär att den mängd centralbanksreserver som i utgångsläget är utestående påverkas av andra åtgärder som vidtas på Riksbankens balansräkning, exempelvis förändringar i Riksbankens innehav av värdepapper. Sedan 2008 har banksystemet haft ett strukturellt likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. När de penningpolitiska motparterna lånar likviditet från någon av Riksbankens stående faciliteter ökar även mängden tillgängliga reserver under lånets löptid. Riksbanken påverkar därtill likviditetsställningen tillfälligt genom sina återkommande så kallade marknadsoperationer. I dagsläget går Riksbankens regelbundna marknadsoperation ut på att tillfälligt dränera likviditet från banksystemet genom att varje vecka erbjuda motparterna att placera i så kallade riksbankscertifikat. Dessa är korta skuldebrev med en veckas löptid som löper till styrräntan.

Genomslaget från penningpolitiken 2022–2023

Med start i april 2022 inledde Riksbanken en serie räntehöjningar (se diagram 12). Vid åtta på varandra följande ordinarie penningpolitiska möten höjdes styrräntan med totalt sett 4,0 procentenheter.

Under 2022–2023 gjorde Riksbanken även flera andra förändringar som påverkade banksystemets likviditetsställning och penningmarknaden.²¹ I slutet av 2023 uppgick likviditetsställningen och placeringar i riksbankscertifikat till 987 miljarder kronor. Detta kan jämföras med en toppnotering om drygt 1 200 miljarder kronor i maj 2022. En viktig anledning till nedgången är minskningen av Riksbankens värdepappersinnehav i svenska kronor (se diagram 31). Fördelningen mellan Riksbankens inlåningsfacilitet och placeringar i riksbankscertifikat har dock varierat, eftersom endast halva likviditetsöverskottet erbjöds i emissionerna under 2022 och början av 2023 (se diagram 11). Trots att Riksbanken numera erbjuder hela överskottet, så brukar de penningpolitiska motparterna låta centralbanksreserver om i genomsnitt 150 miljarder kronor förbli tillgängliga över natten.²² Det har alltså genomgående under 2022–2023 funnits gott om centralbanksreserver kvar i marknaden över natten, vilket pressat ned räntorna på icke-säkerställda transaktioner (dagslån) med mycket

²⁰ Centralbanksreserver fyller även en viktig funktion för att hantera betalningsflöden under dagen i det centrala betalningssystemet. Deltagarna i betalningssystemet kan också låna reserver under dagen från Riksbanken i utbyte mot betryggande säkerheter.

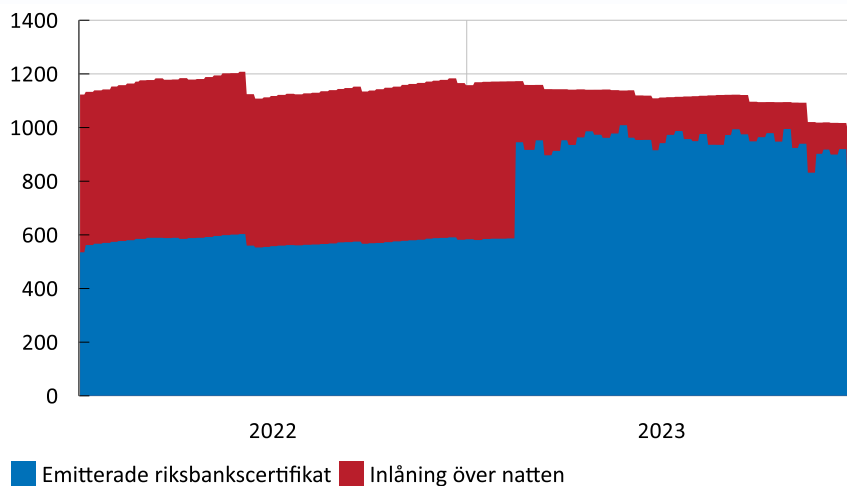
²¹ I juni 2022 slutfördes reformerna av styrsystemet. Sedan februari 2023 erbjuds också hela likviditetsöverskottet i emissionerna av riksbankscertifikat. Dessutom har Riksbanken gått från att köpa obligationer till att dels låta obligationsinnehaven minska genom förfall, dels sälja statsobligationer. Även övergången till en egenfinansierad valutareserv ökade likviditetsställningen eftersom lån från Riksgälden ersattes med penningpolitisk skuld.

²² De centralbanksreserver som inte dräneras förblir tillgängliga för likviditetsutjämning över natten. Sedan februari 2023 har i genomsnitt 147 miljarder kronor sparats, baserat på auktionerna t.o.m. maj 2024.

korta löptider mot Riksbankens inlåningsränta.²³ Den rikliga tillgängligheten på likviditet bedöms även ha bidragit till att räntor på repor pressats ned. I den svenska penningmarknaden görs repor vanligen med statsobligationer och säkerställda obligationer som säkerhet. När Riksbankens innehav av dessa har minskat har därför även mängden tillgängliga säkerheter på repomarknaden ökat.

Diagram 11. Placeringar i inlåningsfaciliteten samt i Riksbankscertifikat

Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

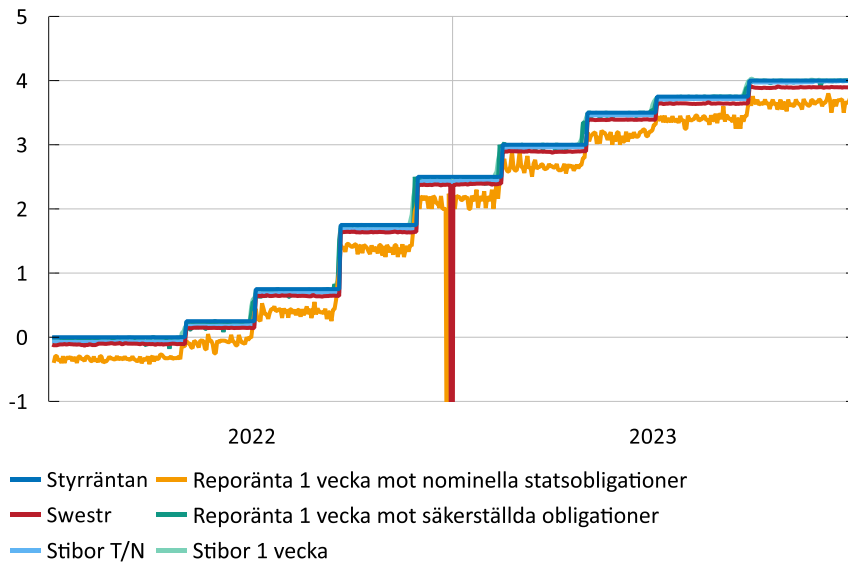
Som framgår av diagram 12 och 13 påverkade styrräntehöjningarna de kortaste penningmarknadsräntorna på det sätt som förväntades, det vill säga att de förändrades i ungefär samma utsträckning som styrräntan. Det framgår också att räntorna ligger förhållandevis nära nivån på styrräntan. Reporäntor mot statsobligationer ligger dock stabilt en bit under styrräntan.²⁴ Diagrammen visar också att det har varit begränsad volatilitet i dessa mycket korta räntor under 2022–2023, med undantag för den väldokumenterade årsskifteseffekten. Därmed kan man dra slutsatsen att transmissionen av styrräntans nivå till de korta penningmarknadsräntorna har varit god.

²³ Det går inte att se någon tydlig effekt på Swestr sedan februari 2023. Stibor T/N har däremot tenderat att noteras marginellt högre mot styrräntan sedan dess.

²⁴ Riksgälden erbjuder marknadsvårdande repofaciliteter där återförsäljarna kan låna statsobligationer. Prissättningen på dessa ger ett *de facto* golv för prissättningen av repor mot statsobligationer i den privata repomarknaden. En upplevd brist på statsobligationer har pressat ner priserna på reporna mot detta golv. För mer information om repofaciliteterna, se M. Blix Grimaldi och J. Hirvonen (2023) "Två årtionden med Riksgäldens repofacilitet", *Riksgäldskommentar*, nr 1, Riksgälden.

Diagram 12. Styrräntan och penningmarknadsräntor 2022–2023

Procent

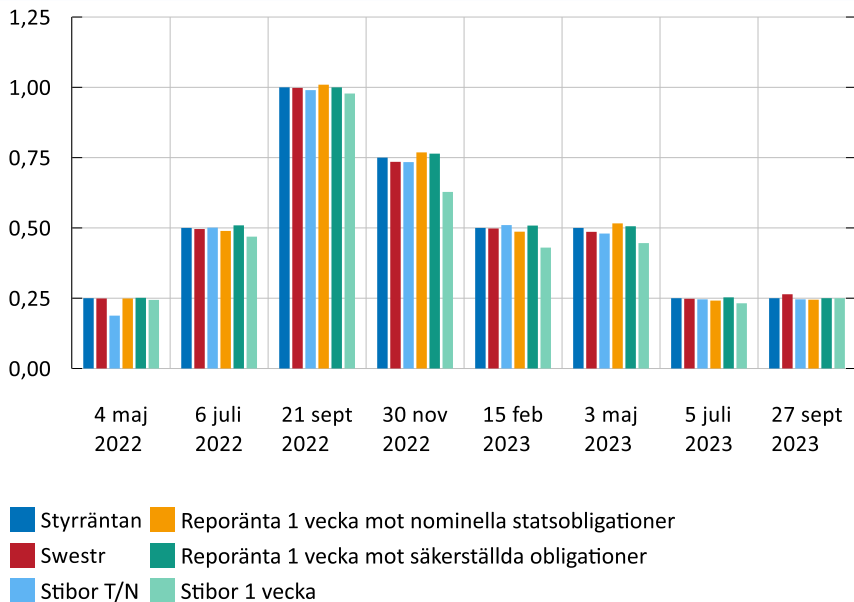


Anm. Reporäntorna är volymviktade och har beräknats utifrån de transaktionsdata som samlas in från de penningpolitiska motparterna. Transaktioner med Riksgälden har uteslutits. Enstaka avvikande observationer har uteslutits.

Källor: SFBF och Riksbanken.

Diagram 13. Genomslaget från förändringar i styrräntan 2022–2023

Procentenheter



Anm. Reporäntorna är volymviktade och har beräknats utifrån de transaktionsdata som samlas in från de penningpolitiska motparterna. Transaktioner med Riksgälden har uteslutits. Styrrentan, Swestr och Stibor T/N avser förändring jämfört med dagen innan styrräntehöjningen. Reporäntor och Stibor 1 vecka visar hur mycket räntorna ändrades i jämförelse med veckan innan. Effektiva datum anges för räntehöjningarna.

Källor: SFBF och Riksbanken.

Penningmarknaden under de kommande åren

Riksbanken avser att under andra halvåret i år klargöra sin syn på sitt framtida värdepappersinnehav i svenska kronor och hur detta påverkar det penningpolitiska styrsystemet. Även om slutpunkten för innehaven kvarstår att fastställa så är utgångspunkten att Riksbanken kommer att fortsätta normalisera sin balansräkning under de kommande åren. Innehaven av värdepapper i svenska kronor minskar dels genom att värdepapper förfaller, dels genom att Riksbanken aktivt säljer statsobligationer.²⁵ Detta innebär att mängden säkerheter som är tillgängliga i repomarknaden kan förväntas öka ytterligare, något som förstärks av att nettoemissionerna av såväl statsobligationer som säkerställda obligationer förväntas öka.²⁶ Det ökade utbudet av säkerheter kan i sin tur medföra att räntor på repor stiger något i relation till styrräntan.

Avvecklingen av Riksbankens värdepappersinnehav är också den faktor som förväntas påverka storleken på banksystemets likviditetsöverskott gentemot Riksbanken mest under de kommande åren. Även det kapitaltillskott om 25 miljarder som Riksbanken kommer få från statskassan leder till att det minskar. Om Riksbankens värdepappersinnehav avvecklas i linje med den nuvarande tekniska framskrivningen (se diagram 31) så beräknas banksystemets strukturella likviditetsöverskott vara omkring 375 miljarder i slutet av 2026.²⁷ Ett likviditetsöverskott på 375 miljarder är visserligen en kraftig nedgång från nuvarande nivåer, men är samtidigt betydligt mer än de omkring 150 miljarder som de penningpolitiska motparterna i genomsnitt sparar efter certifikatsemissionerna. Den nivån kan betraktas som bankernas bedömning av den nödvändiga mängden centralbanksreserver över natten. Riksbanken bedömer därför att räntebildningen i marknaden för likviditetsutjämning kommer att präglas av en förhållandevis god tillgång på likviditet även i fortsättningen.

Att banksystemet som helhet har ett betydande likviditetsöverskott innebär dock inte att likviditeten nödvändigtvis är väl fördelad mellan bankerna utifrån vad de behöver.²⁸ Tvärtom kan det förväntas att de penningpolitiska motparterna framöver i större utsträckning kommer att behöva utjämna sin likviditet sinsemellan. Detta innebär att aktiviteten på penningmarknaden kan förväntas öka under de kommande åren. Det är rimligt att förvänta sig att detta också innebär dels att penningmarknadsräntorna överlag stiger något i förhållande till styrräntan, dels en något högre volati-

²⁵ En teknisk framskrivning av Riksbankens värdepappersinnehav visas i Diagram 31.

²⁶ Se *Statsuppläning: Prognos och analys 2024:2*, maj 2024, Riksgälden samt "Hur påverkar kvantitativa åtstramningar bankerna?" i *Finansiell stabilitet*, maj 2024, Sveriges riksbank.

²⁷ Detta är en förenklad framskrivning av banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken, som baseras på ett antal antaganden. Värdepappersinnehavet antas utvecklas i linje med den framskrivning som visas i Diagram 31. Mängden utelöpande sedlar och mynt antas vara oförändrad. Framskrivningen bortser också från de räntebetalningar som Riksbanken betalar och de kupongbetalningar som Riksbanken får. Försäljningslikviderna på de obligationer som säljs approximeras med deras nominella värden.

²⁸ Ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv är det viktigt att bankerna dels har kunskap och verktyg, dels att de har de interna kreditlimiter som behövs för att i betydligt högre utsträckning än på senare år utjämna likviditet sinsemellan. Se "Hur påverkar kvantitativa åtstramningar bankerna?" i *Finansiell stabilitet*, maj 2024, Sveriges riksbank.

litet i räntebildningen. Samtidigt är det troligt att dessa effekter på penningmarknadsräntor ändå blir av marginell karaktär eftersom mängden tillgängliga centralbanksreserver även fortsättningsvis förväntas överstiga efterfrågan.

Riksbanken gör i dagsläget bedömningen att penningmarknadsräntorna förblir stabila och håller sig nära styrräntan under de kommande åren. Riksbanken följer utvecklingen på penningmarknaden noggrant, och är uppmärksam på hur den utvecklas när normaliseringen av Riksbankens balansräkning fortskrider.