

# Arbetsrapport

Nr 11  
Maj 1993

Penningpolitisk styrning i en ekonomisk  
och monetär union: kartläggning av  
anpassningsbehov

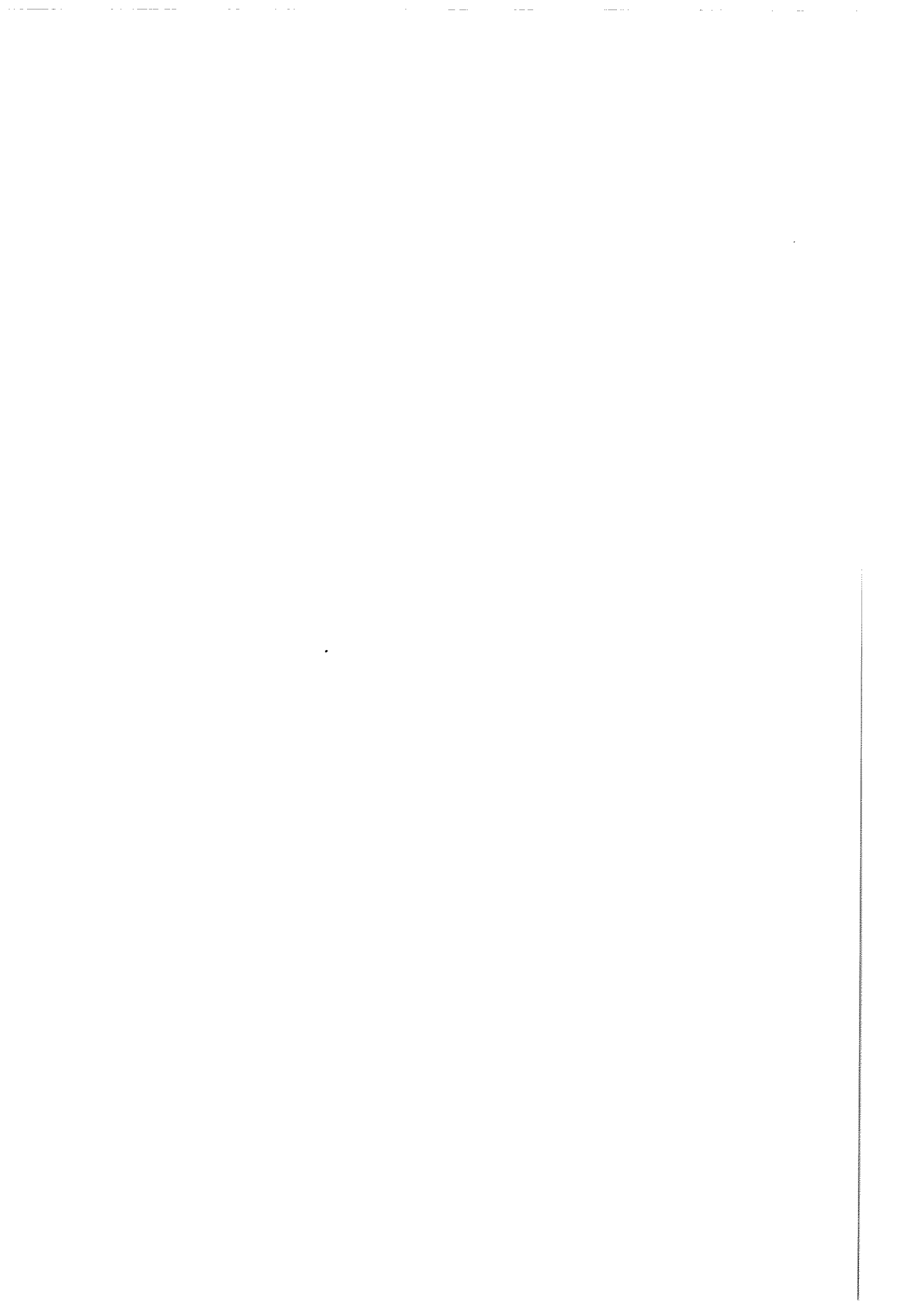
*Kari Lotsberg*  
*Ann Westman Mårtensson*

---

Ann Westman Mårtensson är ekonom på penning- och valutapolitiska avdelningen och Kari Lotsberg är sakkunnig vid Sveriges riksbank.

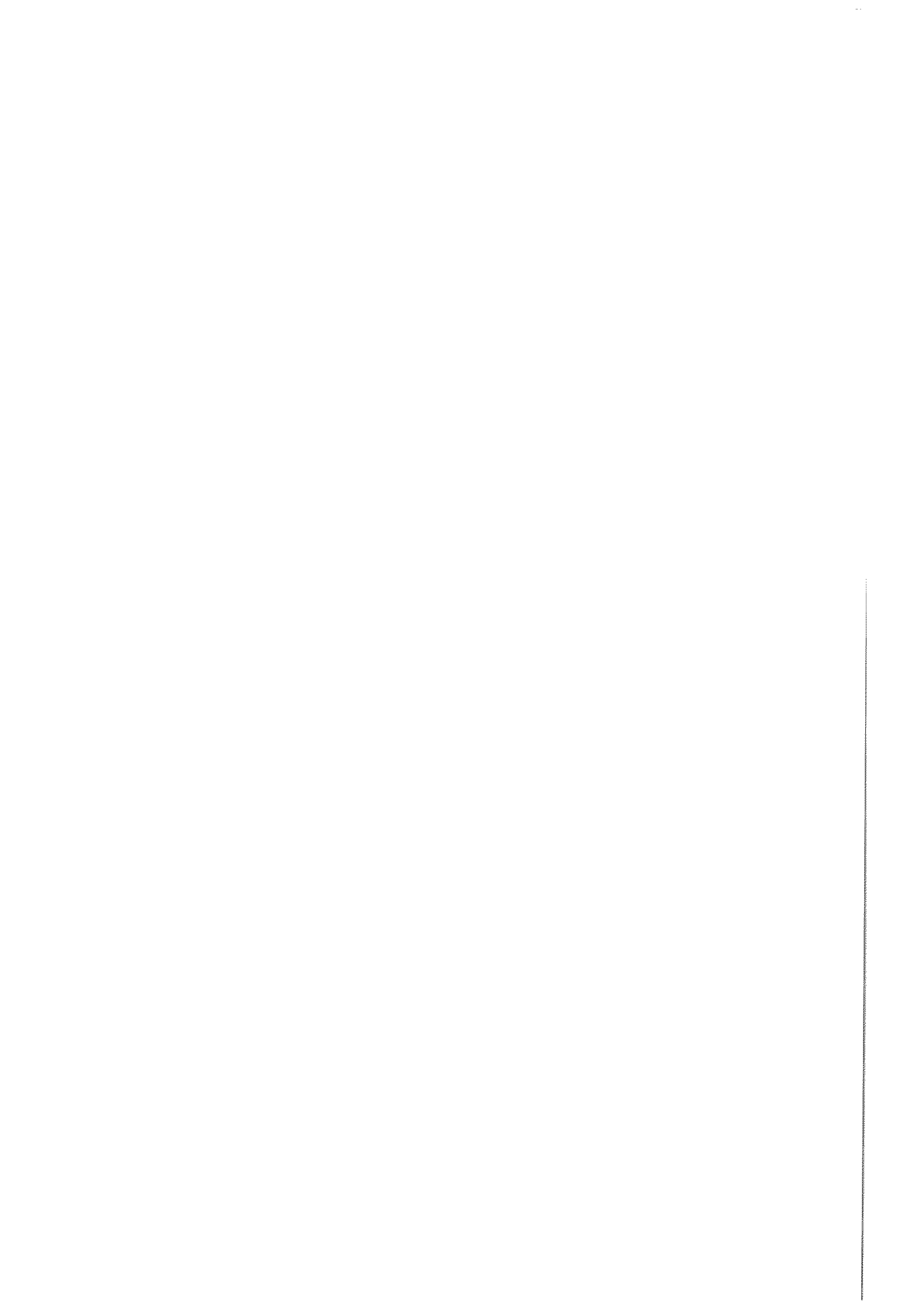
Vi tackar framför allt Gustaf Adlercreutz, Lars Hörngren, Kerstin Mitlid och Eva Srejber för värdefulla synpunkter på rapporten. Eventuella felaktigheter är vi själva ansvariga för.

ISSN 1101-6604  
ISRN SVRB-AR-11--SE



# Innehållsförteckning

1	Inledning	3
2	Gemensamma drag och skillnader i den penningpolitiska styrningen i EG-länderna	5
	2.1 De penningpolitiska målen i EG-länderna	5
	2.2 EG-ländernas penningpolitiska styrmedel	7
3	Den penningpolitiska styrningen i Sverige	15
4	Minimikrav för en fungerande valutaunion	19
	4.1 Val av penningpolitisk strategi för ECBS i fas tre av EMU	20
	4.2 Minimianpassning av nationella finansiella marknader och penningpolitiska styrmedel	22
5	Möjliga anpassningsbehov för Sveriges penningpolitiska styrning inför fas tre av EMU	27
6	Appendix 1. Etablerat regelverk för ECBS verksamhet	30
7	Appendix 2. Den penningpolitiska styrningen i några enskilda länder	31
	7.1 Tyskland	31
	7.2 Frankrike	33
	7.3 Storbritannien	35
	7.4 Danmark	37
8	Referenser	39



## 1. Inledning

Valutaoroligheterna i Europa hösten 1992 har utsatt valutasamarbetet inom ERM för stora påfrestningar, och med all tydlighet visat att vägen mot en ekonomisk och monetär union (EMU) med en gemensam valuta kan bli svår. Stora krav kommer ställas på EG-ländernas ekonomiska politik om de s.k. konvergenskraven skall uppfyllas och fas tre av EMU förverkligas för en majoritet av EG-länderna så snart som 1997. Det kan även vara svårt för flera av länderna att klara dessa krav i tid till den alternativa startpunkten 1999. Tidpunkten för EMU:s ikraftträdande är med andra ord förknippad med osäkerhet, men det ligger inte inom ramen för denna rapport att försöka bedöma huruvida eller när den tredje fasen av den ekonomiska och monetära unionen kan komma till stånd.

Förutsatt att valutaunionen kommer att förverkligas som planerat under perioden 1997-1999, skall vi diskutera vilka förutsättningar som måste finnas för att den europeiska centralbanken (ECB), skall kunna bedriva en gemensam penningpolitik från dag ett i fas tre av EMU. Framför allt väcker detta frågor kring val av penningpolitisk strategi och vilka minimikrav som måste ställas på harmonisering av finansiella marknader och penningpolitiska styrmedel. Det decentraliserade verkställandet av penningpolitiken som möjliggörs i ECBS stadgar reser också frågor kring klargörande av regler i implementerandet av de olika styrmedlen.

För Sverige är det viktigt som ansökande land till EG att vara förberedd på den diskussion om penningpolitisk harmonisering som skall vidareföras inom Europeiska Monetära Institutet, EMI, från 1994. Dessutom är det av betydelse för Sverige att ha en beredskap inför de minimikrav som kan komma att ställas på det penningpolitiska området vid ett deltagande i fas tre av EMU. Detta ger möjligheter till att under anpassningsprocessen mot EMU göra nödvändiga förberedelser för en sådan harmonisering.

I rapporten har vi avgränsat diskussionen om nödvändiga anpassningsprocesser till en av de centralbankspolitiska uppgifterna - penning- och valutapolitiken. Det innebär att frågor som rör betalningssystemet och tillsynen över de finansiella marknaderna inte täcks av denna rapport.

Rapporten är disponerad som följer. I kapitel 2 görs en genomgång av gemensamma drag och skillnader i den penningpolitiska styrningen i EG-länderna. I kapitel 3 redovisas den penningpolitiska styrningen i Sverige. I kapitel 4 diskuteras de minimikrav som ställs på finansiella marknader och penningpolitiska styrmedel för en fungerande valutaunion. I kapitel 5 ges några synpunkter på möjliga anpassningsbehov för Sveriges penningpolitiska styrning.

Det regelverk som redan finns etablerat i stadgarna för ECBS verksamhet framgår av appendix 1.

En mer detaljerad genomgång av den penningpolitiska styrningen i några EG-länder som Tyskland, Frankrike, Storbritannien och Danmark återges i appendix 2.

## 2 Gemensamma drag och skillnader i den penningpolitiska styrningen i EG-länderna

Under den senaste 10-årsperioden har det skett en betydande förändring i implementerandet av penningpolitiken i EG-länderna. På 1970-talet och några år in på 1980-talet baserade sig industriländerna på ett stort inslag av kvantitativa regleringar<sup>1</sup> och ränteregleringar som styrmedel i penningpolitiken. Den ökade finansiella integrationen mellan EG-länderna bidrog till att göra denna regleringspolitik ineffektiv, varför myndigheterna i EG-länderna har genomfört omfattande avregleringar, med en gradvis övergång till marknadsbaserade instrument. Centralbankerna bedriver nu sin penningpolitik genom operationer på de nationella marknaderna för **centralbanksreserver**<sup>2</sup> i syfte att påverka volym eller pris vid tillförsel eller indragning av reserver till banksystemet. Av regleringsinslag finns i dag i stort sett endast obligatoriska kassakrav kvar. Kassakraven har genomgående reducerats och verkar nu främst genom att påverka nivån på banksystemets upplåningsbehov i centralbankerna.

### 2.1 De penningpolitiska målen i EG-länderna

EG-ländernas centralbanker har alla, om inte reglerat i lag så i praktiken, en mycket stark betoning på prisstabilitet som **överordnat mål** för penningpolitiken. Detta bedöms vara ett nödvändigt villkor för att säkerställa en stabil tillväxt och hög sysselsättning i ett medellångt perspektiv. Däremot finns det skillnader i de intermediära mål som ställs upp för penningpolitiken. Dessa kan i princip bestå av mål för växelkursen, olika penningmängdsaggregat, inhemska kreditvariabler eller dylikt.

Under 1970-talet och fram till 1980-talets mitt använde de flesta av EG-ländernas centralbanker penningmängden som intermediärt mål i den penningpolitiska styrningen på medellång sikt. I den dagliga likviditetshanteringen fastställdes operativa mål för specifika monetära aggregat. Detta val av penningpolitisk strategi var influerad av monetaristiska tankegångar enligt vilka

- 
- 1) Obligatoriska kassakrav, valuta- och utlåningsregleringar.
  - 2) Marknaden för centralbanksreserver (senare i rapporten omtalat som reservmarknaden) definieras av en centralbanks balansräkning. Tillgångssidan i balansräkningen anger utbudet av centralbanksreserver (reservutbudet) och skuldsidan anger reservefterfrågan. I utbudet av totala centralbanksreserver (reserver) ingår centralbankernas valutareserv, behållning av värdepapper, utlånade reserver (utlåning) till banksystemet och eventuell nettoutlåning till staten. I efterfrågan av reserver ingår utelöpande sedlar, eventuella kassakravsmedel och inlåning från banksystemet. Centralbankernas två huvudsakliga penningpolitiska instrument för den dagliga styrningen av reservutbudet till banksystemet består av två av posterna på tillgångssidan, nämligen värdepapper och utlåning till bankerna.

centralbankerna skulle ha som huvuduppgift att styra inflationstakten mot en stabil prisnivå på medellång sikt.<sup>3</sup>

Under den senaste 10-årsperioden har dock sambandet mellan utvecklingen av penningmängd och inflation blivit mindre stabilt främst till följd av innovationer på det finansiella området. Riskerna förbundna med en strikt monetär målstyrning i form av stora räntefluktuationer med implikationer för aktivitetsnivån har dessutom uppmärksamats. Detta har resulterat i att styrning av monetära aggregat numera spelar en mindre roll i EG-ländernas penningpolitik. Istället har man uppmärksammat den betydelse som en oberoende ställning för centralbankerna kan ha för att uppnå en stabil och låg inflationstakt. Till detta har den ökade insikt om trovärdighetens betydelse för prisstabilitetsmålet bidragit.<sup>4</sup>

Sedan mitten av 1980-talet har den fasta växelkurspolitiken inom ERM spelat huvudrollen för de flesta EG-länderna som **intermediärt mål** och nominellt ankare i penningpolitiken. Denna externa orientering av penningpolitiken har inneburit att den korta räntan blivit ett **operativt mål** i den dagliga likviditetshanteringen. Inom ERM-samarbetet är räntedifferensen mot D-marken avgörande för de övriga EG-ländernas försvar av växelkursmålet. Detta sätter klara begränsningar för användningen av räntan i aktivitetspåverkande syfte.

I länder med flytande växelkurser, blir den korta räntan även ett penningpolitiskt instrument som kan inriktas direkt mot den inhemska delen av ekonomin. Om inga intermediära mål är uppsatta för penningpolitiken, kan räntan styras i överensstämmelse med det övergripande målet om prisstabilitet och hög aktivitetsnivå. En flytande växelkursregim gäller i realiteten för ankaret inom EMS - Tyskland, men även för Storbritannien och Italien, som sedan september 1992 står utanför ERM-samarbetet (Italien dock tillfälligt).

Alla EG-länder bedriver någon form av **räntestyrning**. Detta handlar om hur centralbankerna hanterar utbud och efterfrågan i marknaden för centralbanksreserver för att uppnå en önskad nivå på en vald ränta. En ränta som av centralbanksmyndigheterna väljs för att **signalera** förändringar i penningpolitikens inriktning, benämns ofta nyckelränta. Denna **nyckelränta** är som regel en av centralbanken administrativt fastställd ränta och den ränta som banksystemet betalar för upplåning i centralbanken. Löptiderna på nyckelräntan varierar dock mellan länderna, från en dag upp till runt en månads löptid.

---

3) Goodhart, C. A. E. (1993).

4) SOU 1993:20 och Giovannini, A. (1992).



Räntestyrningen i EG-ländernas centralbanker är baserad på ett styrsystem där centralbankerna kontrollerar utbudet av totala reserver.<sup>5</sup> Avsikten är att styra de mycket korta nyckelräntorna och därigenom påverka penningmarknadsräntor med löptider på tre till nio månader. Dessa något längre penningmarknadsräntor är av stor betydelse för utvecklingen av kapitalflödena. Vid en fast växelkursregim är det av stor vikt att uppnå ett snabbt **genomslag** i de penningmarknadsräntor som styr kapitalflödena.

## 2.2 EG-ländernas penningpolitiska styrmedel

Verkställandet av penningpolitiken sker med i stort sett samma grundläggande instrument i alla de större EG-länderna, nämligen öppna marknadsoperationer,<sup>6</sup> lånetransaktioner och kassakrav. De mindre EG-länderna har i sin räntestyrning anpassat sina styrmedel till de som tillämpas i de tongivande EG-länderna.<sup>7</sup>

I den dagliga räntestyrningen utgår de flesta EG-länderna från det intermediära målet om fasta växelkurser. På basis av prognoser över likviditetsutvecklingen i reservmarknaden, förses banksystemet med den nödvändiga likviditeten, alternativt dras överskottslikviditet in, i syfte att uppnå önskad nivå på nyckelräntan i reservmarknaden.

I EG-länderna sker denna räntestyrningen huvudsakligen med hjälp av **öppna marknadsoperationer**. Nyckelräntan överensstämmer med reporäntan, dvs. räntan på banksystemets reservupplåning i centralbanken på den löptid som repen gäller. Centralbankerna önskar rent principiellt en fri räntesättning vid likviditetsförsörjningen, men är åtminstone initialt beredda att ackommodera oväntade förändringar i likviditetsefterfrågan för att undvika stora fluktuationer i dagslåneräntan eller over night-räntan.

Marknadsoperationer har utvecklats till det dominerande instrumentet i EG-ländernas räntestyrning. Fördelarna med detta instrument, sett i relation till lånetransaktioner, anses vara att:

- det används på initiativ av centralbankerna,

---

5) Detta styrsystem skiljer sig något från den svenska marginalräntestyrningen som är baserat på kontroll av utbudet av utlånade reserver (utlåning) till banksystemet. Valet av styrsystem är relativt oväsentligt när räntan utgör det operativa målet för penningpolitiken.

6) Sker via återköpsavtal (repo) i värdepapper, eller direkta köp eller försäljning av värdepapper.

7) Innehållet i detta avsnitt är byggt på bl.a. Batten, D. S., Blackwell, M. P., Kim, I. S., Nocera, S. E. och Ozeki, Y. (1990), Bernanke, B. och Mishkin, F. (1992), BIS (1991), Kneeshaw, J. T. och Van den Bergh, P. (1989) samt Padoa-Schioppa, T. och Saccomanni, F. (1992).

- det är marknadsmässigt, eftersom ränta och volym kan avgöras i marknaden,
- det erbjuder stor flexibilitet i val mellan att påverka räntan eller volym (eller kombinationer därav) i reservutbudet och
- det kan användas såväl vid tillförsel som vid indragning av reserver från banksystemet. Det fungerar därmed med räntan såväl som utbudet av reserver som operativt mål i penningpolitiken.

Vid repor sker räntestyrningen i form av olika auktionsförfaranden, där centralbanken antingen fastställer räntan och tar in volymanbud, eller där bankerna ges möjlighet att lämna anbud på såväl ränta som volym. Repor är den mest använda tekniken i Frankrike och Tyskland. I Storbritannien bedrivs marknadsoperationer snarare i form av direkta köp och försäljning av värdepapper. Marknadsoperationerna får i dessa länder genomslag på marknadsräntor med ungefär samma löptider. Löptiderna på de värdepapper som används vid marknadsoperationer i Storbritannien motsvarar ungefär löptiderna på repor i Frankrike och Tyskland.

Centralbankerna i EG-länderna styr också utbudet av reserver till sina banker genom att utföra **lånetransaktioner** med bankerna. Rollen i räntestyrningen för denna automatiska rätt för bankerna till självförsörjning av utlånade reserver har emellertid reducerats under den senaste 10-årsperioden. Gemensamt för centralbankernas utlåningsfaciliteter är att de sker till en administrativt och en på förhand fastställd utlåningsränta och mot säkerheter. I några få länder erbjuds kvoterade lånefaciliteter till en ränta under marknadsränta (subsiderad ränta), nämligen i Tyskland och i Nederländerna. I övrigt karaktäriseras lånefaciliteterna av att de svarar för en rätt liten del av bankernas upplåningsbehov. Detta beror på att låneräntan oftast ligger över rådande marknadsränta och därmed utgör en straffränta. Utlåningsfaciliteterna har därmed ingen avgörande inverkan på den dagliga räntestyrningen, vilken bestäms genom marknadsoperationerna.

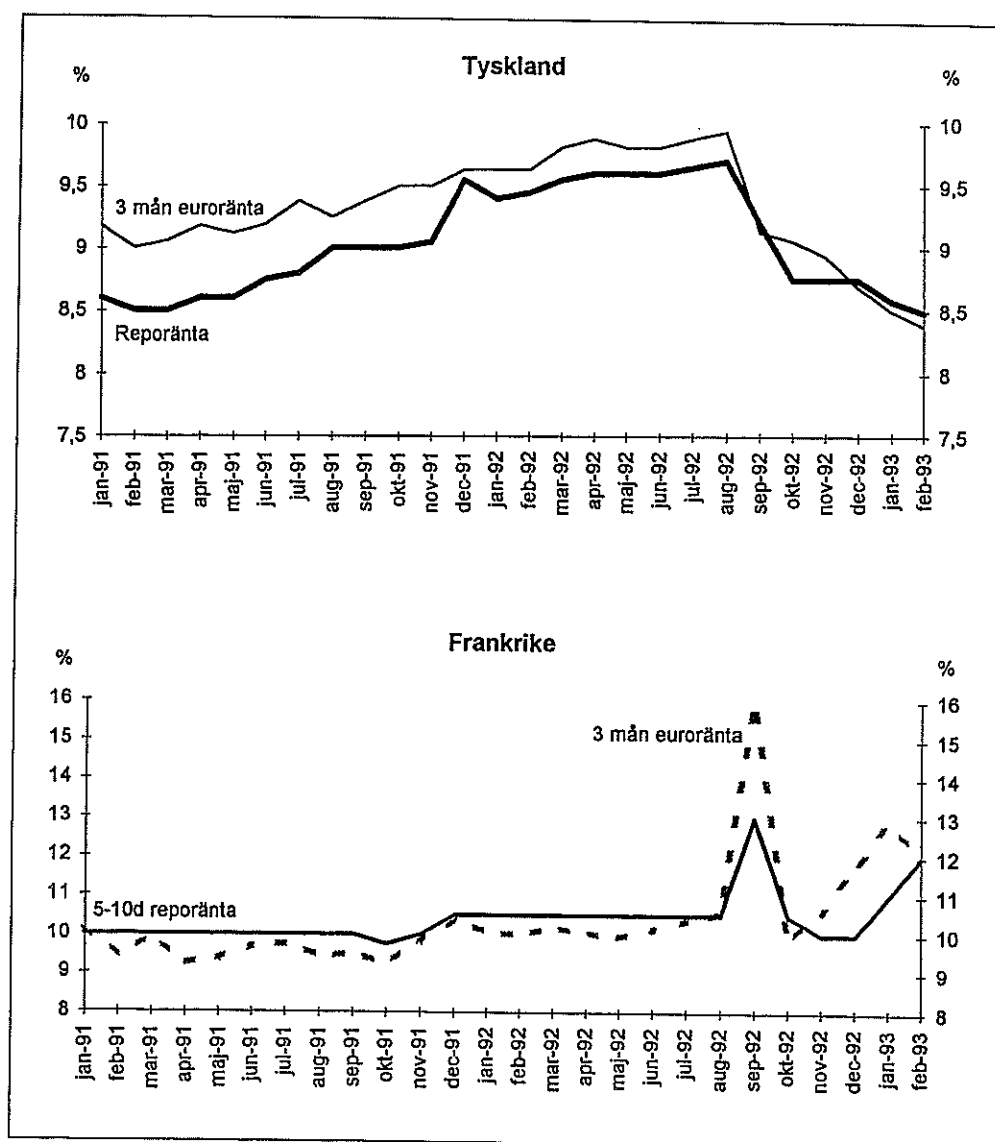
Trots utlåningsfaciliteternas mer begränsade roll i den dagliga likviditetshandlingen, har de administrativt fastställda låneräntor fortfarande kvar en rätt stor betydelse vad gäller att signalera förändringar i inriktningen av penningpolitiken.

Alla EG-länder använder som nämnts vissa valda räntor, s.k. nyckelräntor, i signalsyfte. I många EG-länder används fler än en nyckelränta (Tyskland, Frankrike, Storbritannien, Nederländerna, Portugal, Belgien och Danmark). I Tyskland är tre räntor av betydelse, nämligen lombardräntan, diskontot och reporäntan. Den viktigaste signalräntan är reporäntan.

Med enbart en nyckelränta blir signaleringen effektiv, men mindre flexibel. Med två eller flera räntor uppnås större flexibilitet (man kan t.ex. höja "taket" som i Frankrike i september 1992), men policybudskapet riskerar att bli mer svårtolkat.

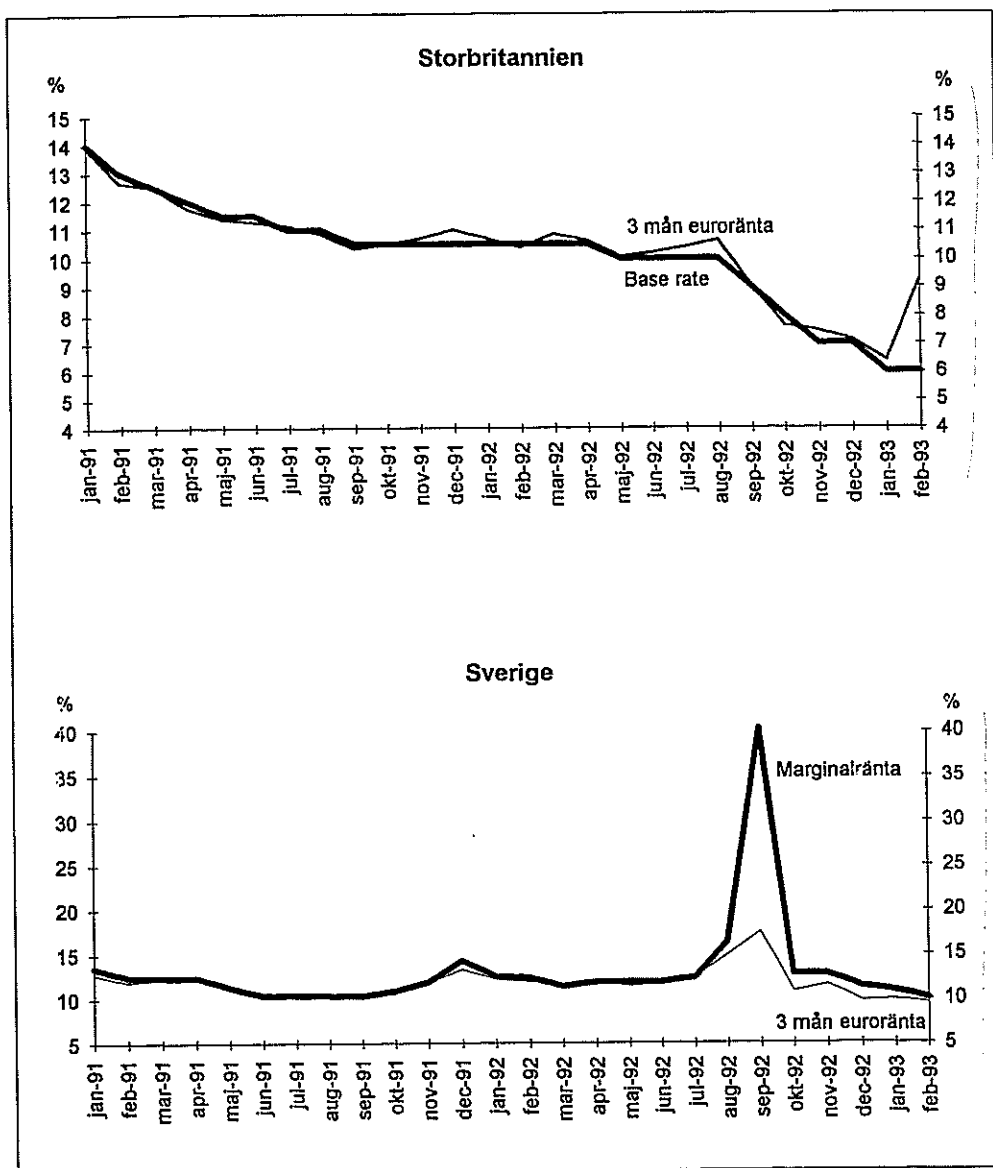
I **diagram 1** återges en central nyckelränta i Tyskland, Frankrike, Storbritannien och Sverige och utvecklingen i korta penningmarknadsräntor i dessa länder. Som framgår är genomslaget på penningmarknadsräntorna snabbt.

*Diagram 1a. Nyckelräntor och korta penningmarknadsräntor (3 mån euro-ränta), Tyskland och Frankrike. Månadsultimo, 9101-9302.*



Källa: BIS

Diagram 1b. Nyckelräntor och korta penningmarknadsräntor (3 mån euro-ränta), Storbritannien och Sverige. Månadsultimo, 9101-9302.



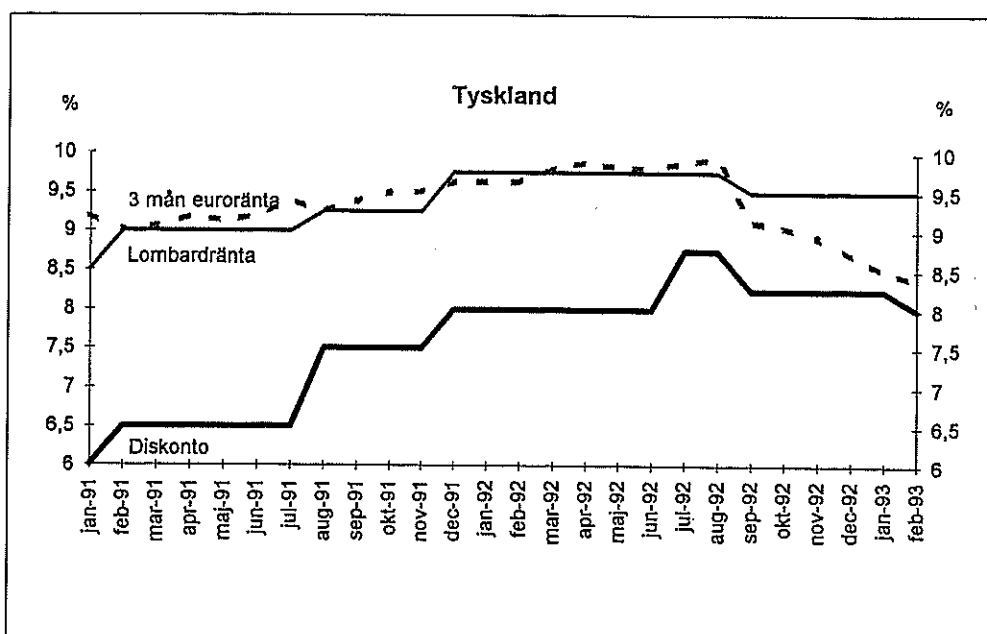
Källa: BIS och Sveriges riksbank

Nyckelräntor definierar i flera av EG-länderna ett intervall i form av en s.k. **räntekorridor**. I bl.a. Tyskland, Frankrike, Italien och Portugal, men även delvis i Storbritannien, fluktuerar penningmarknadsräntorna inom denna räntekorridor. Korridorens golv består av den ränta till vilken centralbanken

erbjuder banksystemet reserver genom sina öppna marknadsoperationer.<sup>8</sup> Korridorrens tak består av den ränta till vilken centralbanken försörjer banksystemet med reserver på bankernas initiativ. Detta är den administrativa utlåningsräntan för bankerna, i regel på straffräntenivå.

EG-länderna anpassar räntekorridorrens ytterpunkter i ljuset av den ekonomiska utvecklingen och mot bakgrund av de överordnade målen om prisstabilitet. Vid en fast växelkursregim är handlingsutrymmet begränsat. Av **diagram 2** framgår hur korta penningmarknadsräntor fluktuerar inom de s.k. räntekorridorerna i Tyskland, Frankrike och Sverige.<sup>9</sup>

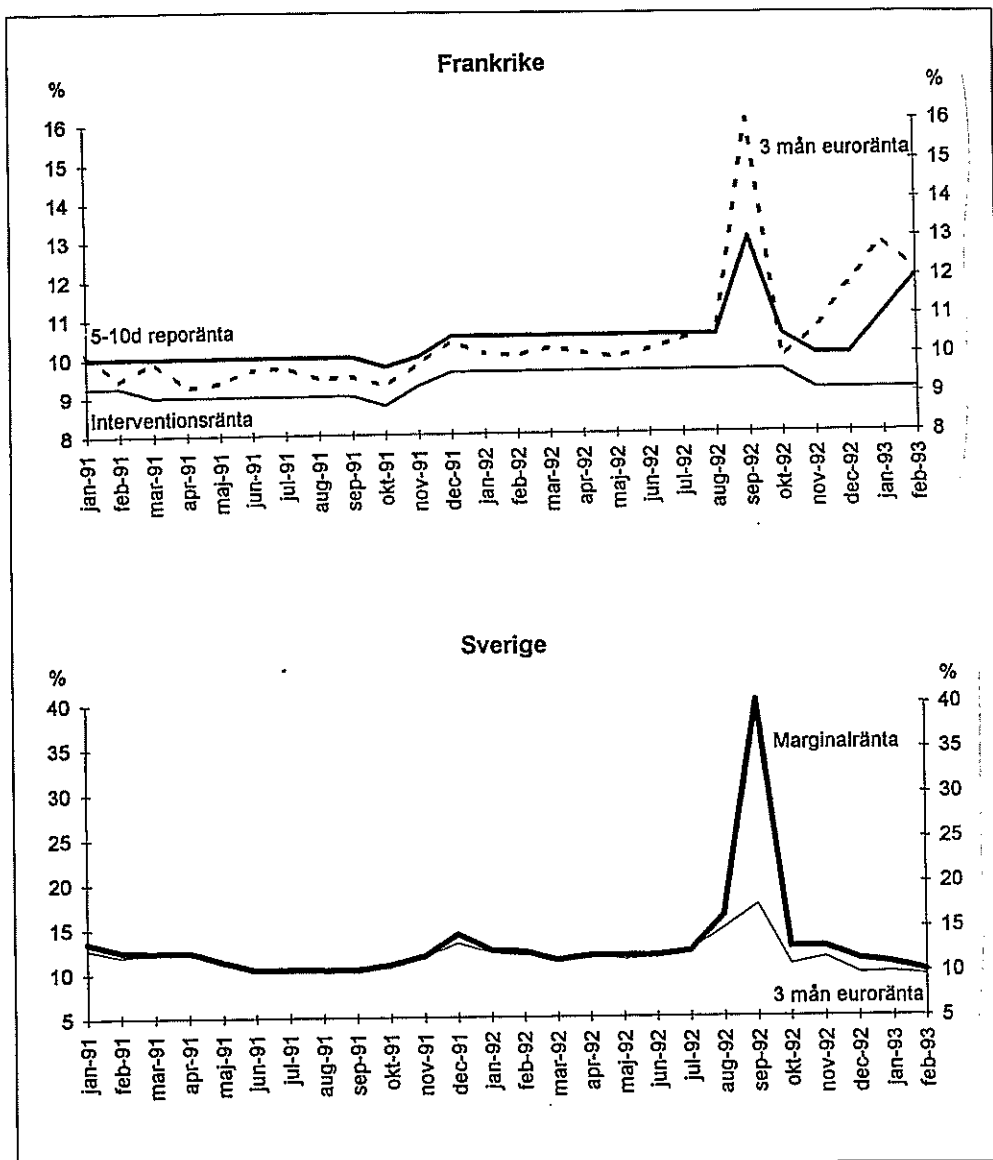
Diagram 2a. Räntekorridor i Tyskland. Månadsultimo, 9101-9302



Källa: BIS.

- 8) I Tyskland utgör golvet diskontot, som är en utlåningsränta under marknadsräntan. I andra länder utgör reporäntan korridorrens golv.
- 9) I Sverige finns inte någon räntekorridor, eftersom Riksbanken endast utnyttjar en signalränta, marginalräntan. För Storbritannien finns inte data för att göra ett diagram över dess räntekorridor. Detta beror på att de två nyckelräntor som korridoren består av, inte alltid är giltiga, eftersom reservtillförsel till dessa räntor inte erbjuds varje dag. De två nämnda räntorna publiceras dessutom inte. (Taket: money market lending rate, golvet: diskonto på köp av T-bills). Av detta skäl har base lending rate (affärsbankernas utlåningsränta) använts som nyckelränta för Storbritannien i diagram 1.

Diagram 2b. Räntekorridor i Frankrike och Sverige.  
Månadsultimo 9101-9302



Källa: BIS och Sveriges riksbank

När det gäller EG-ländernas styrning av utbudet av totala reserver i banksystemet genom obligatoriska **kassakrav**, har detta instrument under de senaste 10 åren förlorat mycket av sin roll i penningpolitiken i alla EG-länderna. Kassakrav tillämps dock i flera av EG-länderna som ett viktigt stödinstrument i likviditetshandlingen, eftersom det bidrar till att skapa eller förstärka banksystemets nettoefterfrågan på reserver. Två tredjedelar av EG-länderna tillämpar obligatoriska kassakrav i likviditetsindragande syfte. Nästan alla länderna

baserar kassakravet på inlåning under innevarande period. Enbart två av EG-länderna har eftersläpningsperioder i samma storleksordning som Sverige, dvs. 45 dagar. I de andra länderna skall inbetalning ske med eftersläpning på 20 dagar eller mindre.

I alla EG-ländernas centralbanker utarbetas prognoser för den dagliga utvecklingen i banksystemets nettoefterfrågan på reserver. Utvecklingen i de likviditetspåverkande faktorer har ett starkt säsongmässigt mönster. In- och utbetalningar på statens konto är oftast den mest betydelsefulla enskilda faktorn bakom kassavängningar i banksystemet. Bankernas likviditetsbehov påverkas dessutom av centralbankernas interventioner på valutamarknaderna. Den likviditetspåverkande effekten av detta kan emellertid, när så önskas, lätt motverkas genom steriliserande interventioner i valutamarknaderna eller penningmarknaderna. En stabilare utveckling i penningefterfrågan hos allmänheten bidrar också till en mer förutsägbar efterfrågan på likviditet. Förbud mot övertrassering av statens konto i centralbanken och monetär finansiering av budgetunderskottet verkar i samma riktning. Sådana regler avseende den statliga budgetfinansieringen kommer gälla för EG-länderna fr.o.m. den 1 januari 1994. Detta kommer att innebära att nuvarande problem med räntevolatilitet i samband med felprognoser blir mindre. Det borde öka förutsättningarna för att kunna genomföra marknadsoperationer med längre intervall och behovet av finstyrningsoperationer kan reduceras.

**Gemensamma drag** i EG-ländernas instrumentarsenal, kort summerade, är:

- **Öppna marknadsoperationer**, tillämpade på centralbankernas initiativ. Dominerar som styrmedel i räntestyrningen.
- **Lånefaciliteter**, oftast i ett steg, till av centralbanken administrativt fastställd ränta. Automatisk tillgång till faciliteterna efter bankernas eget initiativ. Utlåningsfaciliteter spelar en marginell roll i räntestyrningen.
- **Kassakrav** baserad på inlåning under innevarande period. EG-länderna tillämpar ofta kassakrav för att skapa eller förstärka ett nettoupplåningsbehov i banksystemet.

I EG-ländernas **räntestyrning** tillåts korta penningmarknadsräntor oftast variera inom väldefinierade intervall. Alla EG-länder använder vissa räntor för att signalera ändringar i penningpolitisk inriktning, s.k. nyckelräntor. Ofta används flera nyckelräntor, vilket ger större flexibilitet, men försvårar policybudskapet. Övergången till fas två av EMU den 1 januari 1994 med förbud bl.a. mot övertrassering av statens konto i centralbankerna kommer ge bättre förutsättningar för en stabil utveckling i efterfråge- och utbudsfaktorerna i

reservmarknaden. Det borde reducera riskerna för räntevolatilitet och behovet av frekventa interventioner i reservmarknaden.

**Skillnaderna** i EG-ländernas penningpolitiska styrmedel gäller främst:

- den mer tekniska utformningen av styrmedlen och inte vilka instrument som används. Marknadsoperationer och lånefaciliteter är de huvudsakliga styrmedlen.

Skillnaderna avseende **marknadsoperationerna** rör exempelvis

- frekvensen och löptiderna på marknadsoperationerna,
- förfarande för fastsättning av pris och volym,
- urvalet av motparter i transaktionerna samt
- säkerheterna som ligger till grund för operationerna.

Länder som Italien och Storbritannien opererar t.ex. dagligen eller t.o.m. flera gånger per dag (Storbritannien) i de nationella reservmarknaderna, medan Frankrike och Tyskland agerar med längre tidsintervall. De flesta centralbanker opererar i stats- och privata värdepapper, medan t.ex. centralbankerna i Spanien, Tyskland och Danmark även kan utnyttja sina egna värdepapper. Centralbankerna utför sina operationer oftast direkt med respektive banker, men i Frankrike kan även andra kreditinstitut delta med anbud. Storbritannien skiljer sig i detta sammanhang från de övriga länderna i och med att Bank of England primärt agerar med s.k. discount houses.

Skillnader i centralbankernas **lånefaciliteter** är fortfarande stora mellan EG-länderna när det gäller räntevillkor och i vilken omfattning sådan utlåning äger rum. Vissa länder har flera utlåningsfaciliteter (Tyskland). I något land erbjuds ingen reguljär upplåningsrätt för banksystemet (Danmark).



### 3 Den penningpolitiska styrningen i Sverige

Riksbanken skall bedriva valuta- och penningpolitik inom ramarna för den ekonomiska politiken. Detta innebär att målet för penningpolitiken, i likhet med målet för den allmänna ekonomiska politiken, är god tillväxt, full sysselsättning och låg inflation. Riksbanken har dock angivit prisstabilitet som det **överordnade målet** vid utformningen av penningpolitiken. Sedan januari 1993 är målet preciserat som en inflationstakt på 2 procentenheter (med en tillåten avvikelse på  $\pm 1$  procentenhet), och skall nås 1995 efter en tvåårig anpassningsperiod. Att prioritera prisstabilitetsmålet innebär inte att man ger avkall på de två andra målen. Stabila priser (låg inflation) är en viktig förutsättning för att varaktigt uppnå god tillväxt och hög sysselsättning.

I internationell jämförelse har Riksbanken idag i vissa avseenden en förhållandevis självständig ställning. Det är främst av historiska skäl som Riksbanken har erhållit detta **oberoende** som innebär att Riksbanken är ansvarig inför riksdagen och inte regeringen. I ett avseende kan man också hävda att Riksbanken har en unik självständig ställning i det att man själv fattar beslut om val av växelkursregim och av centralkurser mot andra valutor. I de flesta andra länder fattar regeringen beslut om växelkursregim. Inför viktigare beslut i penning- och valutapolitiska frågor skall dock Riksbanken fatta beslut först efter samråd med regeringen.

Som nominellt ankare för att uppnå målet med låg inflation har Sverige under större delen av efterkrigstiden valt att upprätthålla en **fast växelkurs**. Med fast växelkurs inriktades penningpolitiken på att upprätthålla en viss kronkurs, antingen genom interventioner på valutamarknaden eller i förlängningen via förändringar i den korta räntan. Växelkursen utgjorde därmed fram till den 19 november 1992, då kronan började flyta, ett **intermediärt mål** för penningpolitiken.

Den fasta växelkurspolitiken tillsammans med den regel som infördes 1984 och som förbjöd staten att låna i utländsk valuta innebar att ett eventuellt tryck på kronan på lite längre sikt endast kunde neutraliseras via ett motverkande privat inflöde av valuta. För att den fasta växelkursen skulle vara trovärdig innebar detta att korta räntor skulle anpassas så att detta privata inflöde av valuta kom till stånd. Flödet kan alltså betecknas som ett andra intermediärt mål för penningpolitiken. Den korta räntan i Sverige (räntedifferensen gentemot utlandet) kan därmed också sägas ha fungerat som ett operativt mål för penningpolitiken.

Med en fast växelkurs utgjorde penningpolitiken i första hand ett stöd för växelkurspolitiken och penningpolitikens möjligheter att utnyttjas för att uppnå inhemska mål begränsades.

Under **rörlig växelkurs** är prisstabilitet alltså det överordnade målet för penningpolitiken, men växelkursen utgör inte längre det ankare eller intermediära mål som skall verka återhållande på inflationen.

Något nytt intermediärt mål för penningpolitiken, som exempelvis ett penningmängdsmål, har inte antagits av Riksbanken. Penningpolitiken bedrivs därför direkt mot det slutliga målet om 1-3 procentenheters årlig inflation. Trovärdigheten i prisstabilitetsmålet är beroende av den samlade ekonomiska politikens utformning.

Som tidigare konstaterats utgjorde den korta räntan, det operativa målet för penningpolitiken under fast växelkurs. Det styrsystem Riksbanken använder för att styra den korta räntan är marginalräntesystemet. Marginalräntan är den ränta till vilken bankerna i den s.k. räntetrappan på marginalen har möjlighet att låna eller placera under- eller överskottsreserver i centralbanken. Kopplingen mellan marginalräntan och korta statskuldväxelräntor är direkt och det är via marginalräntan och marginalränteförändringar som Riksbanken främst ger penningpolitiska signaler. Marginalräntan är därmed nyckelränta i det svenska styrsystemet.

Riksbankens penningpolitiska **styrmedel** utgörs framförallt av den **inlånings- och utlåningsfacilitet** med bankerna som räntetrappan representerar och **öppna marknadsoperationer**. Marginalräntesystemet innebär att Riksbanken låser fast en trappformad utbudsfunktion för lånade reserver och därefter via marknadsoperationer styr efterfrågan på lånade reserver till det steg i räntetrappan som Riksbanken avser. De marknadsoperationer som Riksbanken främst använder är repor och omvända repor, anbudskrediter och anbudsinlåning samt deposit transaktioner. Transaktioner i valutamarknaden kan också användas för att påverka efterfrågan på lånade reserver.

Riksbanken gör prognoser över det totala behovet av reserver i banksystemet och anpassar därefter storleken på de repor som krävs för att styra banksystemet till det avsedda steget i räntetrappan.

Löptiderna på reporna är relativt korta, en till tre dagar, vilket främst är en effekt av de kraftiga svängningarna och osäkerheten i de statliga betalningarna. Repor görs i stats- och bostadspapper. Anbudskrediter och anbudsinlåning löper ofta på betydligt längre löptider, två till tre veckor, och syftar främst till

att dra ner storleken på de kortare reporna i lägen då den underliggande likviditetssituationen är speciellt ansträngd.

Fördelning av banksystemets upplåning eller inlåning i Riksbanken via repor, anbuds-krediter och anbuds-inlåning sker via anbud på både pris och volym där samtliga Riksbankens penningpolitiska motparter, s.k. primary dealers, inbjuds att medverka.

Anbudskrediter sker utan säkerheter i värdepapper gentemot banker. Repor sker mot säkerhet i värdepapper. Utlåning till banksystemet i räntetrappan över natten sker utan säkerhet upp till ett belopp motsvarande högsta steget i räntetrappan. För belopp därutöver, till följd av tillfälliga likviditetsbehov hos enskilda banker, begär Riksbanken säkerheter och ett räntetillägg om en procent. Vid ej säkerhet gäller ett räntetillägg om tre procent. Utlåning till banksystemet i räntetrappan under dagen sker utan säkerheter upp till en viss limit. Därutöver sker utlåning med säkerhet i värdepapper.

**Kassakraven** har under det senaste decenniet successivt förlorat sin operationella penningpolitiska roll och kraven har också sänkts för att minska de negativa strukturella effekter dessa medför på marknadens funktionssätt. Kassakravet uppgår idag till 2 procent av bankernas genomsnittliga dagliga inlåning under en månad. Detta kassakrav skall bankerna hålla på ett räntelöst inlåningskonto i Riksbanken fr.o.m. första bankdagen i nästa påföljande månad, vilket innebär en eftersläpningsperiod på 45 dagar. Bankerna får tillgodoräkna inneliggande kassa i kassakravet, vilket gör att kassakravet idag inte i någon större utsträckning bidrar till att förstärka banksystemets efterfrågan på reserver.

Övergången från fast till rörlig växelkurs innebär inte nödvändigtvis några förändringar beträffande de styrmedel med vilka Riksbanken söker uppnå det penningpolitiska målet om prisstabilitet. Den rådande instrumentarsenalen är fullt tillräcklig för Riksbanken att även i fortsättningen bedriva en penningpolitik baserat på räntestyrning. Riksbanken har för avsikt att åter anta en fast växelkurs när detta bedöms lämpligt med hänsyn till inhemska och externa faktorer.

**Likheter**na mellan den penningpolitiska styrningen i Sverige och EG-länderna är tydliga. Det övergripande målet är i båda fallen prisstabilitet. Fram till hösten 1992 utgjorde fasta växelkurser det gemensamma intermediära målet för penningpolitiken inom EG och i Sverige. Med rörlig växelkurs tillämpar Sverige och några av EG-länderna idag andra eller inget intermediärt mål. Oavsätt val av intermediärt mål inriktar sig samtliga EG-länder (med undantag av Tyskland) och Sverige på räntan som operativt mål i den penningpolitiska

styrningen. Det styrsystem Sverige valt i denna räntestyrning är också i princip detsamma som länderna inom gemenskapen tillämpar och åstadkoms genom att centralbankerna fastställer räntevillkoren vid likviditetsförsörjningen. I likviditetshandlingen använder länderna sig i stort sett av samma tekniska styrmedel, dvs. repor och utlåningsfaciliteter.

## 4 Minimikrav för en fungerande valutaunion

Enligt traktaten om den Europeiska Unionen, (Maastrichtfördraget december 1991),<sup>10</sup> skall EG-länderna bilda en valutaunion någon gång mellan 1997 och 1999, vilket inleder fas tre av den ekonomiska och monetära unionen, EMU.

Valutaunionen kommer att bildas redan 1997 förutsatt att en majoritet av medlemsländerna uppfyller de nödvändiga villkoren om ekonomisk stabilitet (de s.k. konvergenskraven). Senast 1999 skall valutaunionen förverkligas för de EG-länder som då uppfyller konvergenskraven.

Enligt traktaten skall valutaunionen baseras på en gemensam penning- och valutapolitik och en gemensam valuta. Detta innebär också att det inom valutaunionen kommer föras en penningpolitik med en gemensam ränta. Deltagarländernas växelkurser skall vid starten av fas tre låsas irreversibelt till varandra, för att snarast möjligt bytas ut mot den gemensamma valutan ecu.

Beslutanderätten i penningpolitiken kommer att överföras till det europeiska centralbankssystemet, ECBS, som skall bestå av de nationella centralbankerna och den europeiska centralbanken, ECB.<sup>11</sup> Enligt statuterna för ECBS skall ECB besluta och implementera den gemensamma penningpolitiken i deltagarländerna. Det har dock angivits i stadgarna att "i den utsträckning som anses möjlig och ändamålsenlig, skall ECB anlita de nationella centralbankerna för att genomföra transaktioner som ingår i ECBS uppgifter" (Artikel 12). Inom ramen för denna decentraliseringsprincip får ECB och även de nationella centralbankerna ha penningpolitiska styrmedel till sitt förfogande (Artikel 18-19).

Det regelverk som redan finns etablerad i stadgarna för ECBS verksamhet framgår av appendix 1.

Under fas två av EMU (från den 1 januari 1994) kommer det fulla beslutsansvaret i penningpolitiken att ligga kvar på de nationella centralbankerna. I traktaten fastläggs med andra ord inte en gradvis överföring av beslutanderätten till ECBS. Det förutsätts med andra ord att det från dag ett i fas tre skall ske en omedelbar övergång från nuvarande nationellt baserade penningpolitiska system till ett federalt system med en gemensam penningpolitik. Detta

---

10) Utrikesdepartementets handelsavdelning (1992).

11) ECBS kommer inte ha full beslutanderätt i valutapolitiken. Ansvar för växelkursregim mot tredje land, ändringar i dessa samt riktlinjer för valutapolitiken under flytande växelkursregim skall ligga på EG:s råd av ekonomi- och finansministrar (ECOFIN).

systemskifte innebär att det över en natt kommer krävas att en gemensam penningpolitik skall kunna bedrivas utifrån gemensamma mål och med ett implementerande som säkerställer en gemensam ränta inom gemenskapen. Detta väcker en rad frågor om vilka förutsättningar som måste uppfyllas för att kunna bedriva den gemensamma penningpolitiken från dag ett i fas tre.

Framförallt måste det finnas en **penningpolitisk strategi** för valutaunionen, med klart definierade mål för penningpolitiken. Dessutom kommer det att krävas, för att kunna garantera ett effektivt verkställande av penningpolitiken med en gemensam ränta, ett visst minimum av harmonisering av nationella finansiella marknader och penningpolitiska styrmedel.

#### 4.1 Val av penningpolitisk strategi för ECBS i fas tre av EMU

Det är självklart inte möjligt att i dag göra en exakt bedömning av hur EG-ländernas penningpolitiska strategi och instrumentarsenal kommer utvecklas inför fas tre av EMU. För det första åvilar det Europeiska Monetära Institutet, EMI, att under perioden 1994-1996 fastlägga ett mer precist regelverk för ECB:s verksamhet. Förberedelser för detta sker redan inom Centralbankchefskommitten i Basel.<sup>12</sup> För det andra beror det på vilka länder som kommer ingå i den planerade valutaunionen och de konsekvenser detta medför för ECB:s val av penningpolitisk strategi. För det tredje kan en fortsatt harmonisering av penningpolitiska styrprocesser förväntas ske redan under anpassningsprocessen mot EMU till följd av den finansiella integrationsprocess som ikraftträdandet av EG:s inre marknad 1993 innebär. EG-länderna kan också välja att successivt förstärka den penningpolitiska samordningen sinsemellan som en förberedelse av slutfasen i valutaunionen.

Som framgång skall det överordnade målet för ECBS vara **prisstabilitet**. I stadgarna lämnas det emellertid öppet hur ECBS skall gå till väga för att uppfylla prisstabilitetsmålet.

Det blir en central uppgift för EMI att utarbeta en penningpolitisk strategi för ECBS verksamhet. Denna bör för det första innefatta riktlinjer avseende ambitionsnivån i prisstabilitetsmålet, och hur målet om stabila priser (eller låg inflation) skall preciseras.

---

12) Committee of Governors of the Central Banks of the Member States of the European Economic Community (1993).

För det andra bör det inom en sådan strategi klargöras huruvida penningpolitiken i ett medellångt perspektiv skall styras med **intermediära mål**, och i så fall vilket. Inom valutaunionen kommer fasta växelkurser inte kunna spela rollen som intermediärt mål, eftersom det är troligt att växelkurserna gentemot tredje land (USA, Japan m.m.) kommer att kunna flyta fritt. Mycket talar också för att detta för närvarande är en förutsättning för att prisstabilitetsmålet skall kunna uppnås, eftersom kraftiga valutaflöden och likvidiseringseffekter i de inhemska ekonomierna annars skulle uppstå.

Om växelkursen inte kan användas som intermediärt mål kommer man i princip att kunna välja mellan inhemska mål som penningmängd, inhemska kreditvariabler, räntor, nominell BNP och dylikt. Ett viktigt krav som måste ställas på ett intermediärt mål är att det står i stabil relation till inflationsutvecklingen och att det går att kontrollera med penningpolitiska styrmedel.

Diskussionen om intermediära mål inom EMI kommer säkert bli av central betydelse. En del faktorer talar för att ECBS kommer att basera den penningpolitiska styrningen på **penningmängdsmål** förutsatt att detta inte sker på ett helt mekaniskt sätt. En sådan faktor är att Tyskland använt målstyrning av monetära aggregat med stor framgång i sin inflationsbekämpning. En annan är att andra EG-länder också är vana vid att uppställa mål för penningmängden eller inhemska kreditvariabler. En ytterligare är att möjligheterna att kunna utöva kontroll över totala penningmängden inom ECBS kommer förbättras jämfört med dagens situation för de enskilda EG-länderna. Som nämnts beror detta på att vid tillämpning av flytande växelkurser mot tredje land inom den tredje fasen av EMU kommer kapitalrörelser inte att ge upphov till likvidiserande valutaflöden. Idag bidrar den fasta växelkurspolitiken inom ERM till att göra penningmängdstillväxten endogen i de olika länderna. Detta innebär att likvidiseringseffekter uppstår till följd av valutainterventioner som centralbankerna gör i syfte att upprätthålla en fast växelkurs.

Det bör emellertid understrykas att om man väljer att tillämpa penningmängdsmål i den dagliga likviditetshanteringen inom ECBS bör detta ske med stor försiktighet, åtminstone i den initiala perioden av fas tre. Detta har samband med att övergången till en valutaunion kommer att innebära stora omvälvningar i de finansiella marknadernas struktur och funktionssätt. Detta kan bidra till svårigheter med att erhålla stabila samband mellan penningmängdstillväxten och inflationsutvecklingen.

Alternativt kan penningpolitiken inom ECBS inriktas direkt mot **inflationmålet** utan mellanliggande intermediära mål, men baserat på ett antal olika indikatorer. Detta är den strategi som t.ex. Sverige följer sedan 1993.

## 4.2 Minimianpassning av nationella finansiella marknader och penningpolitiska styrmedel

Vilka förutsättningar måste vara uppfyllda för att det skall vara möjligt att föra en gemensam penningpolitik med en gemensam ränta inom valutaunionen? Bland ekonomer<sup>13</sup> är det en allmän uppfattning att följande villkor måste vara uppfyllda:

- **en integrerad marknad för centralbanksreserver** etableras inom valutaunionen. Detta förutsätter en sammanlänkning av de nationella betalningssystemen för att säkerställa att reservpositioner<sup>14</sup> kan flyttas fritt över landgränserna mellan de nationella interbankmarknaderna och ECB och avräknas genom centralbanksclearing samma dag. Detta är en förutsättning för att möjliggöra en snabb utjämning av interbankräntor genom arbitrage mellan deltagarländerna.
- **en integrerad värdepappersmarknad** etableras mellan deltagarländerna för sådana värdepapper som skall ligga till grund för penningpolitiska operationer inom ECBS. En viss behållning av sådana värdepapper måste ingå i de nationella kreditinstitutens portföljer. Betydelsen av denna harmonisering ligger i att genom arbitrage uppnå en snabb utjämning i penningmarknadsräntor inom gemenskapen. Det kan exempelvis vara fråga om att standardisera vilka värdepapper som skall ingå i marknadsoperationer och utgöra säkerheter vid lånetransaktioner med de nationella banksystemen. Dessutom måste minimikrav ställas på värdepapprens kreditvärdighet.

Förutsättningarna för att kunna bedriva en gemensam räntepolitik inom valutaunionen är med andra ord en långtgående harmonisering av de finansiella marknader mellan deltagarländerna. Utan en sådan integration riskerar olika räntor att tillfälligt segmenteras i lokala finansiella delmarknader. En gemensam räntepolitik är dock inte detsamma som att exakt samma ränta kommer råda inom gemenskapen. Ränteskillnader på t.ex. statspapper, bankkrediter m.m. kommer att finnas beroende på olika nationell kreditrisk. När deltagar-

13) Kenen, Peter B. (1992) och (1993), Monticelli, C. och Viñals, J. (1992), och Padoa Schioppa, T. och Saccomanni, F. (1992).

14) I fas tre av EMU "skall ECB ha ensamrätt att ge tillstånd för sedelutgivning inom gemenskapen. ECB och de nationella centralbankerna får utge sådana sedlar." (Artikel 16). ECB skall också ha beslutanderätten om tillförseln av reserver inom valutaunionen. (Artikel 12). När ECB beslutar om en förändring i penningpolitisk inriktning, t.ex. genom en ökad reservtillförsel i form av marknadsoperationer, kan ECB enligt stadgarna genomföra sådana transaktioner för egen räkning. ECB kan då t.ex. välja att göra detta genom ett större finansiellt centrum. Alternativt kan ECB välja att decentralisera verkställandet av marknadsoperationerna genom att överlåta genomförandet på de nationella centralbankerna och för dessas räkning.



ländernas växelkurser är irreversibelt fastlåsta och när man övergått till den gemensamma valutan ecu kommer dock ränteskillnader beroende på växelkursrisk att upphöra förutsatt att full trovärdighet om växelkurspolitiken etableras.<sup>15</sup>

Bedömningarna bland de nämnda ekonomer är att först när marknaderna för centralbanksreserver och värdepapper är fullt integrerade, kan en gemensam räntepolitik baseras på en centralisering av reservtillförseln inom valutaunionen. En så långtgående harmonisering som nämnts av de nationella betalningssystemen - interbanksystemen med centralbanksclearing - kan enligt bedömningar inom Centralbankschefskommittén inte realiseras för efter en lång planeringsperiod, åtminstone fem år. Detta innebär en risk för att denna harmonisering inte kan realiseras i tid till 1997. Man får dock utgå ifrån att EG-ländernas politiska vilja att etablera en valutaunion inte kommer påverkas av hur långt den finansiella integrationsprocess har kommit.

En slutsats torde vara att en decentralisering av reservtillförseln genom de nationella centralbankerna kan framstå som en naturlig lösning, åtminstone i den inledande fasen av valutaunionen. Villkoren kommer dock fastläggas av ECB. Det kan dessutom av rent politiska skäl finnas starka önskemål om att upprätthålla ett visst decentraliserat verkställande av penningpolitiska transaktioner bland deltagarländerna inom valutaunionen. Detta måste ses mot bakgrund av att valutaunionen i Europa skall bestå av flera självständiga nationer.

Hur kan penningpolitiken inom ECBS komma att bedrivas i den **inledande fasen** av valutaunionen, innan en fullständig integration av de finansiella marknader ägt rum? Det bör påpekas att det är osäkert hur mycket snabbheten i räntespridningen mellan deltagarländerna kommer att påverkas av en ofullständig finansiell integration. Det bör dessutom understrykas att alla beslut om den penningpolitiska inriktningen kommer att ligga centralt på ECB. För att kunna föra en gemensam räntepolitik i deltagarländerna när en utjämning av interbankräntor genom arbitrage över landgränserna fortfarande torde ske med viss fördröjning, kan ECB komma att tillämpa ett styrsystem baserad på räntestyrning. Detta kan t.ex. innebära styrning av en mycket kort ränta, som räntan på de nationella banksystemens tillgång till reserver på dagbasis.

---

15) Övergången till en gemensam valutaenhet ecu som betalningsmedel i deltagarländerna kommer enligt bedömningar inom Centralbankschefskommittén kräva en lång planeringsperiod, åtminstone fem år. Under en övergångsperiod av fas tre i EMU kommer därmed nationella valutor att existera parallellt med ecu. I Kenen (1992) föreslås, i syfte att undvika eventuell växelkursrisk, att en denominering i ecu sker av såväl värdepapper som skall utgöra underlag för penningpolitiska transaktioner som posterna på de nationella centralbankernas balansräkningar. En sådan ecu- denominering skulle innebära en garanti om inlösen i ecu.

ECB skulle då i princip kunna nöja sig med att fatta beslut om vilken räntenivå den önskar etablerad på reservtillförsel med angiven löptid och överlåta på de nationella centralbankerna att verkställa detta beslut. Denna form för räntestyrning är trolig åtminstone i den inledande fasen av valutaunionen, eftersom alla EG-länderna idag baserar sin penningpolitik på att styra någon kort ränta i reservmarknaden. I sitt verkställande av ECB:s räntepolitik, skulle de nationella centralbankerna därmed rent principiellt kunna hantera utbud och efterfråga av reserver med sina nuvarande styrsystem, som domineras av två styrmedel, nämligen marknadsoperationer (främst i form av repor), kompletterad med direktutlåning (ofta i form av straffränteutlåning).<sup>16</sup> Vilka skäl kan finnas för en ytterligare harmonisering av dessa styrmedlen?

För det första kan det vara ett argument för **harmonisering** av penningpolitiska **styrmedel** att detta skulle underlätta möjligheterna för ECB att ge klara och entydiga signaler om ändrad penningpolitisk inriktning inom valutaunionen. En ytterligare standardisering kan t.ex. gälla periodicitet och löptider vid repoförfaranden och utformningen av utlåningsfaciliteter. (Som vi sett har vissa länder utlåningsrätt i flera steg, emedan andra länder inte tillämpar direktutlåning). En större standardisering skulle underlätta signaleringen till marknaderna vid beslut från ECB om ändringar i räntepolitiken.

För det andra finns argument för att deltagarländernas penningpolitiska styrmedel bör harmoniseras i syfte att undvika en extrem omstrukturering av finansiell aktivitet mellan deltagarländerna inom valutaunionen. Skillnader i penningpolitiska instrument kan innebära olika kostnader och konkurrensvillkor mellan deltagarländernas banker. Ett exempel är skillnader i ländernas reservkravsreglering. Länder utan eller med låga kassakrav kommer bli mer attraktiva för banker i länder som har en hårdare reglering. Samma resonemang kan föras avseende tillämpning av varierande villkor för centralbankernas utlåningsfaciliteter. När t.ex. sådan upplåningsrätt erbjuds banksystemet till en ränta under marknadsnivå, (subsidierad ränta, jfr Tysklands diskontoutlåning), kan detta leda till omlokaliseringar av finansiell verksamhet mellan länderna. Detta kan tala för en harmonisering av vissa styrmedel för att göra dem konkurrensneutrala. Detta gäller inte minst i fråga om kassakrav och villkoren för utlåningsfaciliteter.

När en **fullständig integration** av de finansiella marknader inom gemenskapen har genomförts, kommer även verkställandet av de penningpolitiska transaktionerna att kunna centraliseras. Det kommer då inte ha någon betydelse var

---

16) Vid tillämpning av eventuell straffränteutlåning i deltagarländerna måste också beslut om straffräntans nivå centraliseras till ECB.

reservtillförseln inom valutaunionen äger rum, eftersom de väl fungerande finansiella marknader kommer säkerställa en snabb ränteutjämning mellan deltagarländerna.

Erfarenheterna från utvecklingen inom andra federala centralbankssystem (Federal Reserve och Bundesbank) visar på en mycket stark centralisering av penningpolitiken. Detta gäller inte enbart beslut om utformningen av penningpolitiken, utan även verkställandet av penningpolitiska transaktioner.<sup>17</sup>

I USA finns fortfarande verkställande av diskontoutlåning kvar på regional nivå, medan genomförandet av alla marknadsoperationer är centraliserat och numera sker genom ombud av Federal Reserve i New York.

I Tyskland har verkställandet av penningpolitiken fullständigt centraliserats. Alla penningpolitiska styrmedel är m.a.o. avvecklade på den regionala nivån.

När det gäller valutaunionen i Europa förutses som nämnts ett visst **decentraliserat verkställande** av penningpolitiken i ECBS stadgar. Även politiska faktorer talar för att man under förhandlingarna inom ramen för EMI kommer att söka lösningar som kan möjliggöra någon fortsatt roll för de nationella centralbankerna i själva implementerandet av penningpolitiska transaktioner inom valutaunionen.

När det gäller öppna **marknadsoperationer**, har diskussionerna<sup>18</sup> kretsat kring några alternativ för att använda de nationella centralbankerna:

Marknadsoperationer genomförs genom repoförfaranden av de nationella centralbankerna, men enligt centrala beslut från ECB om tidpunkt och volym för reporna. ECB beslutar såväl om den totala volymen på reservtillförseln för unionen som fördelningen av denna volym mellan deltagarländerna. Ett sådant förfarande är troligen mest realistiskt i den initiala fasen av valutaunionen. I en väl fungerande valutaunion bidrar denna lösning inte till att underlätta ränteutjämningen mellan länderna om man jämför med ett alternativ där marknadsoperationerna centraliseras, exempelvis genom ett finansiellt centrum. (Att få politisk accept för en centralisering av marknadsoperationer i favör av ett eller några få länders finansiella marknader, kan dock visa sig problematisk inom den europeiska gemenskapen).

---

17) Björklund, K., Lotsberg, K., Norman, M. och Wellfelt, N. (1993).

18) Kenen, Peter B. (1992), Monticelli, C. och Viñals, J. (1992).

Marknadsoperationerna centraliseras genom ECB, som beslutar om tidpunkt och volym för reporna, samt tilldelning av reservtillförseln på basis av anbud som de nationella centralbankerna inhämtar från sina inhemska kreditinstitutioner. Detta motsvarar den tyska modellen. Den skulle i realiteten innebära ett avskaffande av marknadsoperationer som styrmedel på den nationella nivån.

En ytterligare lösning har skisserats där de nationella centralbankerna skulle genomföra den mer regelbundna eller dagliga likviditetsförsörjningen i form av marknadsoperationer på den nationella nivån. Dessa skulle styras enligt klara regler för såväl tidpunkter som volymer för reporna. Finstyrningen av likviditetsförsörjningen inom ECBS skulle då ske på central nivå, t.ex. genom ett finansiellt centrum. Det argumenteras för att detta skulle öka flexibiliteten i ECB:s likviditetshantering och samtidigt göra den penningpolitiska signaleringen mer transparent.

När det gäller reservtillförsel i form av mycket kortsiktig **direktutlåning** till kreditinstitutioner, kan de nationella centralbankerna komma att genomföra sådana transaktioner även i en väl fungerande valutaunion. En fördel med ett lokalt verkställande skulle ligga i att de nationella centralbankerna har större insyn i de lokala kreditinstitutens finansiella ställning. Tillämpningen av sådana lånefaciliteter på den nationella nivån skulle dock ske på centralt fastställda villkor. Alla beslut om räntor, eventuella straffräntenivåer och restriktioner t.ex. i form av volymbegränsningar skulle tas av ECB.

Det kommer bli en central fråga för EMI att under perioden 1994-1996 fastställa riktlinjerna för denna harmonisering. Av central betydelse för att kunna bedriva en penningpolitik med en gemensam ränta inom valutaunionen är en integration av de finansiella marknader i deltagarländerna. Krav på standardisering av penningpolitiska styrmedel kan främst motiveras från behovet att uppnå klara penningpolitiska signaler och konkurrensneutralitet i tillämpning av styrmedlen mellan deltagarländerna. I EMI:s diskussioner kommer det även vara en central fråga att avgöra i vilken utsträckning det penningpolitiska verkställandet skall decentraliseras genom de nationella centralbankerna, vilket kan resultera i ytterligare krav på standardisering. I en väl fungerande union kommer troligen viktiga delar av instrumentarsenalen att avskaffas på den nationella nivån.

## 5 Möjliga anpassningsbehov för Sveriges penningpolitiska styrning inför fas tre av EMU

I den planerade valutaunion i Europa som skall bygga på en gemensam valuta, måste det finnas förutsättningar för att kunna bedriva en penningpolitik med en gemensam ränta i deltagarländerna. Som framgått kommer detta ställa stora krav på en harmonisering av de finansiella marknader i deltagarländerna. Vid en övergång till fas tre av EMU kommer möjligheterna att kunna bedriva en penningpolitik med en gemensam ränta inom gemenskapen att bygga på den helt centrala förutsättning att deltagarländerna integrerar sina marknader för centralbanksreserver och värdepapper, vilket innebär att deltagarländernas nationella betalningssystem - interbanksystemen med centralbanksclearing - måste harmoniseras. Introduktion av ecu som betalningsmedel måste också ske.

Dessa anpassningskrav kommer att ställas vid ett eventuellt svenskt deltagande i valutaunionen. Mycket tyder på att harmoniseringen av betalningssystemen mellan deltagarländerna och introduktionen av ecu som betalningsmedel kan bli tidskrävande och behöva en planeringsperiod på åtskilliga år. Sverige bör vid önskemål om deltagande i valutaunionen inte minst ha en beredskap för dessa harmoniseringskrav.

När det gäller behovet av anpassning av det svenska penningpolitiska styrsystemet beror detta främst på hur snabb centraliseringsprocessen av penningpolitiken inom valutaunionen kommer bli. Redan nu är fastlagt att alla beslut om den penningpolitiska inriktning skall centraliseras till ECB. När det gäller själva verkställandet av penningpolitiska transaktioner kommer även dessa att behöva centraliseras inom valutaunionen.

Detta gäller inte minst för valutainterventioner mot omvärlden och marknadsoperationer inom unionen. Detta leder till slutsatsen att Sverige ytterst måste vara beredd på en relativt omfattande avveckling av sin nuvarande instrumentarsenal. Möjligtvis kommer direktutlåning med inhemska kreditinstitutioner att bli den enda uppgift som ligger kvar på den nationella nivån.

Av politiska skäl kan det dock bli svårt att uppnå enighet bland de deltagande länderna i Europa om en så långtgående centralisering av det penningpolitiska verkställandet som här skisserats. I den kommande förhandlingsprocessen inom EMI kan det följaktligen komma att tvingas fram lösningar som kan ge en viss fortsatt roll för de nationella centralbankerna i implementerandet av penningpolitiken. Innan en fullständig harmonisering av de finansiella marknaderna ägt rum kommer det också sannolikt att bli nödvändigt att ha decentraliserade lösningar för hanteringen av reservförsörjningen inom gemenska-

pen. Det styrsystem man väljer, kan komma att bli någon form av räntestyrning, åtminstone i den initiala perioden av valutaunionen, eftersom det är det styrsystem som alla EG-länderna idag baserar sin penningpolitik på. Anpassningskraven på det svenska styrsystemet kommer därmed inte med nödvändighet att bli så stora, eftersom det är rätt likartad det europeiska.

Om det inom ramen för EMI beslutas att deltagarländerna i valutaunionens initiala skede skall tillämpa det rådande europeiska systemet för räntestyrning, måste även Sverige anpassa sig till detta. Det kommer i så fall för svensk del innebära att marknadsoperationer etableras som det dominerande styrmedlet i likviditetshanteringen med banksystemen på lokal nivå, och att utlåningsfaciliteter med bankerna blir en marginell utlåningsform, t.ex. genom att enbart ett eller två utlåningssteg etableras, varav ett på straffräntenivå. Detta innebär att en räntekorridor etableras. Reporäntan kommer sannolikt bli en viktig nyckelränta i räntekorridoren. Med utlåningsrätt i enbart ett straffräntesteg, kommer räntekorridorens ytterpunkter att bestämmas av reporäntan (golvet) och straffräntan (taket).

Ytterligare anpassningskrav för svensk del kan dock komma att motiveras av behovet av att ge klara och entydiga signaler av penningpolitikens inriktning inom valutaunionen och att undvika extrem omlokalisering av finansiell aktivitet mellan deltagarländerna. Exempel på standardisering som detta skulle kunna framtvunga är krav på samma straffräntenivå inom unionen. Ett annat är samma minimikrav för en eventuell kassakravsreglering. Det kommer troligen att innebära en harmonisering av utformningen och villkoren för utlåningsfaciliteter, förfarande vid marknadsoperationer, val av repor eller direkta köp eller försäljning av värdepapper m.m. För direktutlåning till de inhemska banksystemen kommer det dessutom att ställas krav på fullödiga säkerheter, vilket skulle innebära ett behov av anpassning av nuvarande svenska säkerhetssystem.

Från svensk sida bör man ha beredskap för att kassakrav kan komma att tillämpas för att öka banksystemens upplåningsbehov. Kassakravet i Sverige kan dessutom behöva kopplas till bankernas inlåning under innevarande period, i stället för som för närvarande sex veckor tillbaka i tiden, i syfte att göra efterfrågan på reserver räntekänslig. Det verkar troligt att diskussionen om kassakrav kommer att bli ett kontroversiellt tema inom EMI. Det gäller även frågan om eventuella kassakrav skall vara räntebärande eller ej.

En precisering av de harmoniseringskrav som här berörts kommer att bli aktuell inom ramen för EMI:s förhandlingar från 1994, där EG:s medlemsländer kommer att delta.

För Sveriges del har regeringen vid inledningen av EG-förhandlingarna som startade den 1 februari 1993 deklarerat att det måste vara ett mål för vår politik att vi skall ha en sådan styrka i vår ekonomi att vi har en möjlighet att delta i den tredje fasen i den ekonomiska och monetära unionen. Om Sverige blir medlem av EG 1995 kommer man då att från svensk sida kunna medverka i EMI:s förberedelser inför övergången till valutaunionen. Det kommer att ge möjligheter att kunna bidra i diskussionerna om val av penningpolitisk strategi för valutaunionen och en samordning på det penningpolitiska området. Det kommer också att underlätta egna förberedelser för nödvändiga förändringar inför en kommande valutaunion.

## 6 Appendix 1

### **Etablerat regelverk för ECBS verksamhet**

Det regelverk som redan är etablerat för ECBS verksamhet och som är intaget i Maastrichtfördraget är:

- det överordnade målet för ECBS inom det penning- och valutapolitiska området skall vara att upprätthålla prisstabilitet (Artikel 2),
- ECBS skall utforma och genomföra gemenskapens penning- och valutapolitik (Artikel 3, se dock även artiklerna 28 och 30),
- ECBS skall genomföra transaktioner i utländsk valuta och inneha och förvalta medlemslänternas officiella valutareserver (Artikel 3),
- beslutanderätten i penning- och valutapolitiken skall ligga på ECB:s Råd. Detta skall inbegripa beslut om mål på medellång sikt, normgivande räntesatser och tillförsel av reserver inom ECBS och riktlinjer för genomförandet av politiken (Artikel 12),
- implementerandet av penning- och valutapolitiken skall ligga på ECB:s Direktion (Artikel 12),
- ECB skall anlita de nationella centralbankerna för att genomföra transaktioner som ingår i ECBS uppgifter (Artikel 12),
- de penningpolitiska styrmedel som ECB har att disponera över är marknads- och kredittransaktioner (endast mot säkerheter) och minimireserver (Artiklerna 18-19),
- finansieringen av ECB skall ske genom kapitaltillskott från de nationella centralbankerna motsvarande 5 miljarder ecu och genom att tillföra valuta-reservtillgångar i tredje lands valuta intill ett belopp motsvarande 50 miljarder ecu. ECB skall i sin balansräkning kreditera varje nationell centralbank med en fordran som svarar mot dess bidrag (Artiklerna 28 och 30),
- monetär finansiering av medlemslänternas budgetunderskott och övertrassering av statens konto i de nationella centralbankerna skall vara förbjudet för alla EG-länder fr.o.m. den 1 januari 1994.



## 7 Appendix 2

Den penningpolitiska styrningen i några enskilda länder

### 7.1 Tyskland

Det övergripande målet för Tysklands penning- och valutapolitik är prisstabilitet. I lagen om Bundesbank av 1957 anges detta mål i termer av att centralbanken skall reglera den cirkulerande penningmängden i syfte att "safeguard the currency". Enligt lagen ligger beslutanderätten i penningpolitiska frågor hos Bundesbank, som är mycket självständig i förhållande till regering och riksdag.

Sedan tidigt på 1970-talet har Bundesbank tillämpat en penningpolitisk strategi inriktad på att styra tillväxten i penningmängden. Penningmängden är med andra ord det **intermediära målet** i penningpolitiken för att uppnå prisstabilitet. Målen för penningmängden publiceras inför varje kalenderår, första gången 1975. De revideras sedan vid behov vid halvårsskiftet i ljuset av den makroekonomiska utvecklingen. Sådana revideringar sker dock mycket sällan.

I Tyskland har relationen mellan **penningmängdsmåtten** och nominell BNP varit av mycket stabil karaktär jämfört med i de flesta andra större industriländerna. Från början tillämpade Bundesbank ett snävt penningmängdsmått, M0, men övergick 1988 till M3. När målet för tillväxten i M3 fastställs tas explicit hänsyn till Bundesbanks långsiktiga mål för inflationen.

Under den senaste 20-årsperioden är det framför allt utvecklingen i växelkursen som styrt Bundesbanks mer kortsiktiga avvikelser i de uppsatte penningmängdsmålen. Detta förklaras bl.a. av tyska internationella åtaganden för att stabilisera sin växelkurs inom ERM, men även av växelkursernas betydelse för exportsektorn och de indirekta effekter på inflationsutvecklingen. Under perioderna 1975-1978 och 1986-1988 tilläts de uppsatta målen för penningmängdstillväxten att överskridas i syfte att dämpa en apprecierande mark.

Bundesbanks kortsiktiga styrning av penningmängdstillväxten sker med hjälp av flera **instrument**, både sådana som påverkar tillgången på reserver till banksystemet och sådana som påverkar priset (räntan) på reservtillförsehn.

Storleken på bankernas upplåningsbehov påverkas av kassakravet, men detta instrument fyller i praktiken inte längre någon aktiv penningpolitisk funktion. Sedan början av 1980-talet har Bundesbank infört öppna marknadsoperationer

som numera utgör det viktigaste instrument för att tillföra eller dra in likviditet från banksystemet. Marknadsoperationerna sker i form av repor i värdepapper.

Banksystemet kan också låna reserver på eget initiativ i form av två lånefaciliteter i Bundesbank. Banksystemet lånar först en specificerad volym till diskontot, som ligger under marknadsräntan. Dessutom har banksystemet en obegränsad upplåningsrätt, den s.k. Lombardupplåningen, som begränsas endast av tillgången på säkerheterna. Denna upplåning sker till lombardräntan, som ligger över marknadsräntan och därmed utgör en straffränta.

Bundesbank använder i sin räntestyrning en räntekorridor, där lombardräntan utgör korridorrens tak och reporäntan (den ränta som Bundesbank tar för att tillföra reserver genom öppna marknadsoperationer) utgör golvet i korridoren. En ytterligare botten i räntekorridoren skapar diskontot som är den subsidierade räntan på den kvoterade utlåningen till bankerna.

Bundesbank har tre nyckelräntor, två administrativt fastställda räntor - diskontot och lombardräntan - samt reporäntan. Diskontot har ingen nämnvärd betydelse för prissättningen på penningmarknaden. Lombardräntan sätts numera på en nivå omkring 2 procentenheter över diskontot, i syfte att säkerställa att lombardupplåning enbart sker i exceptionella situationer med brist på reserver i banksystemet. Reporäntan har med åren ersatt lombardräntan som den mest centrala signalräntan i reservmarknaden.

Viktiga räntor i penningmarknaden, särskilt call rate och tre-månaders interbankräntan, ligger också normalt något högre än reporäntan, och inom den räntekorridor som diskontot och lombardräntan fixerar.

Medan repor bidrar i betydande utsträckning till att säkerställa banksystemets kortsiktiga efterfrågan på reserver, bidrar de inte fullt ut till att utjämna dagliga fluktuationer i bankernas nettoreservefrågan. (Reporna görs oftast inte mer än veckovis). För att stabilisera fluktuationer i marknadsräntorna, använder Bundesbank ett antal olika finstyrningstekniker som bl.a. försäljning av kortsiktiga T-bills, valutaswappar eller återköpsavtal.

I allmänhet bör tolkningen av förändringar i Bundesbanks penningpolitiska inriktning ske såväl utifrån tillgängligheten på reserver till banksystemet som reporäntan vid interventioner. Inte minst har repor med fast ränta (och okänd volym) en viktig signalgivande effekt för övriga penningmarknadsräntor.

Bundesbank har i sin penningpolitiska styrning åstadkommit en låg variabilitet i både räntor och penningmängdstillväxt. Den tyska penningpolitiken har vidare lyckats väl i att upprätthålla en låg och stabil inflationstakt under den

senaste 15-20-årsperioden. Tyskland har dock inte kunnat undvika en hög arbetslöshet.

## 7.2 Frankrike

Banque de Frances uppgift är enligt centralbankslagen att bedriva penning- och valutapolitik i överensstämmelse med regeringens övergripande ekonomiska politik. Det övergripande penning- och valutapolitiska **målet** som regeringen fastställer är prisstabilitet. Prisstabilitetsmålet översätts i två **intermediära mål** för penningpolitiken, vilka är att:

- 1) Den franska francens värde inom ERM skall försvaras och speciell uppmärksamhet skall ges till att bevaka francens värde mot den tyska marken.
- 2) Tillväxten i penningmängden skall hållas inom ett visst intervall.

Skälet till att man i Frankrike har valt att ställa upp två intermediära mål - ett växelkursmål och ett penningmängdsmål - förklaras av att ett växelkursmål inte anses vara ett tillräckligt nominellt ankare. Det huvudska skälet som anges till att så inte är fallet är att ERM-systemet inte hindrar att francen fluktuerar kraftigt mot länder utanför ERM. I den mån en målkonflikt uppstår mellan de två intermediära målen får, på kort sikt, penningmängdsmålet som regel stå tillbaka för omsorgen om växelkursen.

Sedan 1987 publiceras ett mål för penningmängden varje kalenderår. Målet kan revideras senare under året, men i praktiken sker detta relativt sällan.

Till en början valde man att fastställa och publicera mål för M2, men sedan 1991 har man övergått till att följa M3. Skälet till att man i Frankrike övergick till ett annat **penningmängdsmått** var att sambandet mellan M2 och den ekonomiska aktiviteten (nominell BNP) blev mindre stabilt. Genom att anta ett bredare penningmängdsmål anpassade man även målet för penningmängden till de som tillämpas i många andra EG-länder inom ERM. Man ansåg därmed att det skulle bli lättare att koordinera och utvärdera resultatet av penningpolitiken.

Banque de France anges ofta som ett exempel på en centralbank som traditionellt haft en låg grad av självständighet. Banken ägs sedan 1946 av staten. Centralbankschefen utses av presidenten och har en mandattid på fem år, men kan bli avskedad av densamme. Penningpolitiken utformas av regeringen, men centralbanken fungerar som diskussionspartner vid utformningen av penningpolitiken. Finansdepartementet är även representerad i Banque de Frances styrelse av en hög tjänsteman.

Via det fastställda penningmängdsmålet och den praktiska utformningen av penningpolitiken uppnår dock centralbanken en viss grad av självständighet. Detta anses vara nödvändigt för att allmänheten skall uppfatta penningpolitiken som trovärdig.

Den 1 januari 1987 genomfördes den slutliga avregleringen av den franska kreditmarknaden i och med att alla kvarvarande kvantitativa regleringar avvecklades. Därmed övergick man istället till att utnyttja räntor samt i viss utsträckning även kassakrav som **penningpolitiska instrument**.

Kassakrav introducerades i Frankrike 1967 och dess omfattning utökades ända fram till 1985. Idag utnyttjas inte reservkraven aktivt i den penningpolitiska styrningen och har sedan 1987 successivt sänkts. Avsikten med att bibehålla kassakravet är att påverka likviditeten i banksystemet och att komplettera andra penningpolitiska åtgärder.

Kassakravet, som är olika på olika slags skulder, fastställs i slutet av varje månad och skall sedan i genomsnitt uppfyllas under en enmånadersperiod. Denna period sträcker sig från mitten av föregående månad och fram till i mitten av innevarande månad. Kassakraven skall deponeras på ett räntelöst konto i Banque de France, men bankerna får tillgodoräkna sig innehavet av sedlar och mynt och behöver därmed inte deponera hela kassakravsbeloppet.

Räntestyrningen är idag inriktad på styrning av utbudet på totala reserver i systemet via marknadsoperationer och två nyckelräntor. Dessa räntor är räntan på periodvisa (åtta-dagars) centralbanksrepor och räntan på fem- till tiodagarsrepor. Båda dessa typer av repor sker mot säkerheter i värdepapper.

De periodvisa centralbanksreporna, vilka genomförs på centralbankens initiativ, utgör det viktigaste penningpolitiska styrmedlet. Reporna är normgivande för över night-räntan på interbankmarknaden och utgör normalt ett golv för denna. Banque de France lägger två repor per vecka, måndagar och torsdagar och fördelningen av likviditet sker via anbud där ett visst antal banker (opérateurs principaux de marché) kan bjuda på ränta och volym. Utifrån dessa bud fastställer Banque de France den interventionsränta (le taux des appels d'offres) till vilken likviditeten fördelas.

Fem- till tiodagarsreporna genomförs på marknadsaktörernas initiativ och till en förutbestämd ränta. Denna reporänta ligger 0,5-1,0 procentenhet över interventionsräntan och sätter normalt ett tak för över night-räntan. Över night-räntan varierar därför normalt mellan interventionsräntan och reporäntan.

För att hantera de dagliga variationerna i likviditeten och stabilisera över nikt-räntan kompletterar även Banque de France reporna med **finjusteringstekniker**, exempelvis direkta köp- och försäljningar av statspapper eller mycket korta repor. Direkta interventioner i marknaden kan också förekomma för att dämpa en kraftig ränte- eller valutakursrörelse i marknaden.

Via de två nyckelräntorna åstadkommer Banque de France i praktiken en räntekorridor inom vilken de korta marknadsräntorna normalt fluktuerar. Banque de France intervenerar endast undantagsvis i marknaden i syfte att påverka räntorna inom detta band som vanligtvis är 0,50-1,00 procentenhet.

### 7.3 Storbritannien

I Storbritannien bedrivs penningpolitiken i ett medelfristigt perspektiv med inriktningen att styra den nominella tillväxten i BNP utifrån det övergripande **målet** att hålla inflationen under kontroll. Ingen explicit målsättning finns dock uttryckt i lag.

Redan under mitten av 1970-talet valde Bank of England att sätta upp ett penningmängdsmål (M3 från 1973) som **intermediärt mål** i penningpolitiken. Till skillnad från i Tyskland har emellertid sambanden mellan penningmängdsaggregaten och nationalinkomsten visat sig både instabila och oförutsägbara, vilket ledde till att Bank of England 1987 slutade att publicera målintervall för M3.

Från denna tidpunkt har Bank of England tagit i bruk ett stort antal ekonomiska och finansiella **indikatorer** för att göra bedömningar av penningpolitikens effekter. Bland dessa indikatorer ingår bl.a. ett snävare penningmängdsmått, M0, men även växelkursen har varit en sådan indikator såväl innan som under ERM-anknytningen fram till september 1992.

I Storbritannien har Bank of England inget konstitutionellt **oberoende**. Regeringen ansvarar för penning- och valutapolitiken. Även om Bank of England spelar en viktig roll i den penningpolitiska beslutsprocessen, är det regeringen som ytterst fattar besluten. Bank of England fungerar därmed i realiteten enbart som verkställande organ för penningpolitiken.

Bank of England verkställer de penningpolitiska beslut genom att styra tillgången på reserver till banksystemet, vilket sker med hjälp av öppna marknadsoperationer och utlåning till privatägda s.k. discount houses. Räntan är också ett viktigt **instrument** för att uppnå den önskade penningpolitiska inriktning.

Bank of England presenterar dagligen en offentlig likviditetsprognos som antyder hur mycket likviditet som kommer att tillföras eller dräneras banksystemet under dagen. Det dagliga budgetsaldot är den viktigaste komponenten som förklarar likviditetsförändringar mellan olika dagar. Bank of England försöker att utjämna överskotts- och underskottslikviditet i banksystemet under dagen, vilket kan ske vid tre olika tidpunkter under en dag. Transaktionerna mellan centralbanken och banksystemet sker primärt med hjälp av de privatägda discount houses som intermediärer mellan banksystemet och centralbanken. De har samtidigt en roll i att omfördela likviditet mellan banker med över- eller underskott av likviditet. Bank of England använder främst marknadsoperationer i form av outrightaffärer i T-bills, som genomförs genom att centralbanken informerar marknaden om att den är beredd att köpa eller sälja T-bills. Centralbanken accepterar de anbud som är attraktivast, dvs. den önskade volymen till bästa ränta (diskontot). I vissa fall när det råder extra stor brist i den dagliga likviditet i banksystemet, använder Bank of England som ett alternativ repor i T-bills, i syfte att undvika en för stark nergång i växelbehållningen hos discount houses.

Bank of England kan också underlätta en likviditetsbrist i banksystemet genom en regelrätt utlåning av pengar (mot collateral) till discount houses. (Money market lending rate eller "2:30 lending rate"). Denna räntan kan variera från dag till dag. I vissa situationer sätts räntan som straffränta, och den benämns då minimum lending rate.

Räntestyrningen i Storbritannien sker också med hjälp av en räntekorridor. I Storbritanniens fall kan man dock endast tala om en diskret räntekorridor, eftersom reservtillförsel till diskontot och money market lending rate inte erbjuds varje dag.

När dessa räntor gäller, etableras räntekorridorens golv i form av det lägsta diskontot på marknadsoperationerna som centralbanken är beredd att acceptera vid köp av T-bills. Korridorens tak etableras av räntan på eventuell utlåning till discount houses, "2:30 lending rate".

Vid de tillfällen som Bank of England vill ge en klar signal om att den önskar att förändra räntenivån i penningmarknaden vägrar centralbanken att likvidisera marknaden genom marknadsoperationer och tvingar därmed discount houses att låna i centralbanken. Om denna utlåningsränta är betydligt högre än den senast accepterade räntan på T-bills, utgör detta en klar signal till banksystemet om en penningpolitisk åtstramning. Signalen blir allt starkare om, som 1985 och 1990, Bank of England återinför en fast minimum lending rate, som då skall gälla för all utlåning tills marknadsförhållandena stabiliserats. Sådana signaler om förändringar i Bank of Englands räntevillkor, diskontot

eller utlåningsräntan, följs normalt av en motsvarande förändring i affärsbankernas base lending rate, dvs. utlåningsräntan till de mest kreditvärdiga kunderna.

## 7.4 Danmark

Penning- och valutapolitiken i Danmark har som övergripande **mål** att föra en låginflationspolitik även om detta inte är angivet i lagen, (anger endast "to maintain a safe and secure currency system..."). Danmark har emellertid som klart uttalat mål för sin penningpolitik att upprätthålla en fast växelkurs inom växelkurssamarbetet ERM. Växelkursen fungerar med andra ord som ett **intermediärt mål** för penningpolitiken. I en situation med fria kapitalrörelser innebär detta med nödvändighet en stark anpassning till den penningpolitik som förs i de tongivande EG-länderna. För att upprätthålla ett förtroende för den fasta växelkursen, får inflationsutvecklingen i Danmark sålunda inte avvika från den i Tyskland. Utövandet av penningpolitiken är därför inriktat på att med hjälp av räntan som viktigaste **styrmedel** hålla en fast växelkurs. Styrning av aktivitetsnivån i önskad riktning spelar en underordnad roll för penningpolitiken.

Likviditetsstyrningen i Danmark var fram till 1992 baserat på inlånings- och utlåningsfaciliteter för bankerna i Nationalbanken. Bankerna tilläts göra övertrasseringar av sina checkräkningskonton i Danmarks Bank inom närmare angivna limiter anpassade efter likviditetsbehovet och säkerheter, och hade en obegränsad rätt att placera överskottslikviditet på räntebärande konto i Nationalbanken. Marknadsoperationer i statspapper (repör) användes inte.

Räntan anpassades efter den korta tyska ränteutvecklingen genom att nya nivåer på inlånings- och utlåningsräntan fastställdes. Nackdelarna med systemet var flera:

- Genom att endast basera likviditetssystemet på inlånings- och utlåningsfaciliteterna där räntemarginalen dessutom var låg (halv procentenhet) fanns det begränsade incitament att skapa en effektiv interbankmarknad.
- Om danska marknadsräntan behövde anpassas till marginellt små ändringar i tyska räntan (räntedifferenserna hade kommit ner på en mycket låg nivå våren 1992), skedde detta genom att ändra inlånings- och utlåningsräntan med en halv procentenhet. Om utslaget i marknadsräntorna blev för stort i förhållande till den initiala ränteändringen i Tyskland, behövde en reverse-ring göras, ännu en gång i den administrativt fastställda inlåningsräntan. Detta talade för en ändring i danska räntestyrningen.

-Initiativet för upplåning i penningmarknaden låg på banksystemet. Lånefaciliteter försvårar emellertid för centralbanken att om så önskas påverka tillgången på reserver till banksystemet.

Från april 1992 är utlåningsfaciliteten för banksystemet avvecklad, och rätten till förräntad inlåning är starkt begränsad, huvudsakligen till vad som behövs för transaktionsändamål. Bankerna måste numera placera sin överskottslikviditet i de nya egna s.k. inskuddsbevisen från Danmarks Bank.

Dessutom infördes marknadsoperationer som det nya huvudsakliga instrument i likviditetsstyrningen. Marknadsoperationer genomförs på veckobasis och vid förväntade behov för likviditetstillförsel genomförs repor till fastställd ränta. Vid överskottslikviditet görs återköpsaffärer i egna s.k. innskuddsbevis.

Med dessa förändringar i Danmarks penningpolitiska styrsystem har hanteringen av reservförsörjningen bragts mer i harmoni med gällande praxis i övriga EG-länder.

Vid oväntade skift i penningefterfrågan kan Danmarks Bank tillämpa marknadsoperationer för **finstyrning** av reservtillförseln. Härmed får centralbanken möjlighet att skapa osäkerhet om metod och villkor för täckning av ett eventuellt likviditetsbehov, och med en ränteanpassning i interbankmarknaden.

Fördelarna med det nya systemet för räntestyrning är:

- bättre förutsättningar för en fungerande interbankmarknad,
- en mer marknadsanpassad räntestyrning (genom reporna),
- initiativet för reservförsörjningen ligger numera i Danmarks Bank eftersom lånefaciliteter bara används i begränsad omfattning.



## 8 Referenser

- Batten, Dallas S., Blackwell, Michael P., Kim, In-Su, Nocera, Simon E. och Ozeki, Yuzuru (1990), "The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries: Instruments and Operating Procedures", International Monetary Fund, Occasional Paper No. 70, Washington.
- Bernanke, B. och Mishkin, F. (1992), "Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries", Working Paper No. 4082, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- BIS (1991), "The Orientation of Monetary Policy and the Monetary Policy Decision-Making Process", Bank for International Settlements, Basle.
- Björklund, K., Lotsberg, K., Norman, M. och Wellfelt, N. (1993), "Etablerandet av ett europeiskt centralbankssystem: Erfarenheter från Federal Reserve och Bundesbank", Sveriges Riksbank, Arbetsrapport Nr 10.
- Committee of Governors of the Central Banks of the Member States of the European Economic Community (1993), Annual Report 1992.
- Finansdepartementet (1992), "Ekonomisk och monetär union: Det ekonomisk-politiska samarbetet inom EG efter Maastricht och följderna för Sverige", Ds 1992:116, Stockholm.
- Giovannini, A. (1992), "The Transition to Monetary Union", CEPR Occasional Paper No. 2.
- Giovannini, A. (1992), "Central Banking in a Monetary Union: Reflections on the Proposed Statute of the European Central Bank", CEPR Occasional Paper No. 9.
- Goodhart, C. A. E. (1993), "The Objectives for, and Conduct of Monetary Policy in the 1990's", anförande vid First International Conference, Barcelona, mars 1993, under temat "The Impact of European Monetary Union".
- Hörngren, L. och Westman Mårtensson, A. (1991), "Swedish Monetary Policy: Institutions, Targets, and Instruments", Sveriges riksbank, Arbetsrapport Nr 2.
- Kenen, Peter B. (1992), "EMU After Maastricht", Group of Thirty, Washington, D.C.

- Kenen, Peter B. (1993), "The Workings of the ECB; Lessons from the Federal Reserve", anförande vid First International Conference, Barcelona, mars 1993, under temat "The Impact of European Monetary Union" samt "Summary of Remarks, Stage Three of EMU", av Wyplosz C.
- Kneeshaw, J. T. och Van den Bergh, P. (1989), "Changes in Central Bank Money Market Operating Procedures in the 1980s", Bank for International Settlements, Basle.
- Monticelli, C. and Viñals, J. (1992), "European Monetary Policy in Stage Three: What are the Issues?", Paper prepared for the Conference, The Monetary Future of Europe, organized by CEPR in La Coruña, Spain on 11-12th December 1992.
- Norgren, C. (1986), "Bankernas upplåning i riksbanken", Sveriges Riksbank, Penning- & Valutapolitik, 1986:3, Stockholm.
- Padoa-Schioppa, T. and Saccomanni, F. (1992), "Agenda for stage two: Preparing the Monetary Platform", CEPR Occasional Paper No. 7.
- SOU 1993:20, "Riksbanken och prisstabiliteten", Betänkande av Riksbanksutredningen, Stockholm.
- Utrikesdepartementets handelsavdelning (1992), "Maastrichtfördraget. Fördraget om Europeiska unionen", Stockholm.