Riksbankens styrning av de korta räntorna

Av Karolina Holmberg
Verksam vid penning- och valutapolitiska avdelningen

Den 1 juni 1994 införde Riksbanken ett nytt system för räntestyrning. Bakgrunden till beslutet att byta system var de ändrade förutsättningar som övergången till rörlig växelkurs förde med sig. Sedan det nya systemet infördes har Riksbankens tillämpning av systemet i vissa avseenden ändrats. Framför allt har en utveckling mot ökad tydlighet i räntestyrningen och i den penningpolitiska signaleringen skett.

Nytt system för räntestyrning

Den 1 juni 1994 införde Riksbanken ett nytt system för räntestyrning. Efter hand som Riksbanken fått erfarenheter av det nya styrsystemet har tillämpningen i vissa avseenden ändrats. Här beskrivs hur räntestyrningen går till, från den kortaste räntan till de något längre penningmarknadsräntorna – med andra ord det första steget i penningpolitikens transmissionsmekanism.

En centralbanks möjligheter att styra räntan i ekonomin beror på dess ställning som ensam utgivare av likvida medel – pengar.

En centralbanks möjligheter att styra räntan i ekonomin beror på dess ställning som ensam utgivare av likvida medel – pengar. Enkelt kan detta beskrivas som att när bankerna efterfrågar sedlar och mynt tillhandahåller centralbanken sådana i utbyte mot en fordran på bankerna. I egenskap av monopolist kan centralbanken bestämma räntan på dessa fordringar. Centralbanken fastställer som regel villkoren för denna upplåning som en ränta från en dag till en annan. Det är därmed denna ränta – dagslåneräntan – som centralbanken till fullo kan kontrollera.

Genom att styra dagslåneräntan kan centralbanken utöva ett väsentligt inflytande även på de korta och medelfristiga penningmarknadsräntorna. På effektiva

marknader styrs dessa i huvudsak av den förväntade framtida dagslåneräntan. Räntor med längre löptid styrs främst av ett realt avkastningskrav och av inflationsförväntningar. Centralbanken kan endast indirekt, genom sitt inflytande över inflationsförväntningar och inflationsutveckling, påverka dessa.

Genom att styra dagslåneräntan kan centralbanken utöva ett väsentligt inflytande även på korta och medelfristiga penningmarknadsräntor.

Räntestyrning; principiellt och i praktiken

Bakgrunden till beslutet att byta system för räntestyrning den 1 juni 1994 var de ändrade förutsättningar som övergången till rörlig växelkurs förde med sig. Med rörlig växelkurs styrs räntepolitiken inte längre av kravet att hålla växelkursen på en viss nivå. Istället skapas utrymme för penningpolitiken att direkt, utan mellanliggande mål, påverka efterfrågan och inflationsförväntningarna och därmed inflationstrycket. Behovet av nyanser i den penningpolitiska signaleringen och av att kunna justera räntan i mindre steg ökar då.

Tre nyckelräntor

Den tidigare s.k. räntetrappan, som bestod av ett antal steg för bankernas in- och upplåning i Riksbanken, ersattes vid bytet av styrsystem med ett in- respektive ett utlåningssteg. Skillnaden mellan det gamla och nya systemet är därmed i princip inte stor.[1] Dagens tillämpning innebär dock att in- och utlåningsfaciliteterna – de stående faciliteterna – har begränsad direkt betydelse för räntebildningen; främst fyller faciliteterna en signaleringsfunktion.

Den tidigare s.k. räntetrappan ersattes vid bytet av styrsystem med ett in- respektive ett utlåningssteg.

In- och utlåningsräntan ger signaler om penningpolitiken på något längre sikt. Det är riksbanksfullmäktige som beslutar om ändringar i dessa räntor. Riksbankens viktigaste signaleringsränta är dock reporäntan. Med denna ränta anger Riksbanken sina intentioner för dagslåneräntan en vecka framåt. Beslut om reporäntan fattas normalt av riksbankschefen på basis av riktlinjer för penningpolitiken som avstämts i fullmäktige.

In- och utlåningsräntan ger signaler om penningpolitiken på något längre sikt och reporäntan signalerar en vecka framåt.

[1] För en utförligare beskrivning av skillnaderna mellan tidigare och nuvarande styrsystem, se "Riksbankens nya räntestyrningssystem" av Lars Hörngren, Penning- & Valutapolitik, 1994:2.

Reporäntan annonseras i samband med att repor[2] läggs varje vecka. Genom de veckovisa reporna styr Riksbanken likviditeten så att bankerna förväntas varken behöva placera i inlåningssteget eller låna i utlåningssteget under repans löptid. Det vill säga, storleken på reporna avvägs så att bankernas nettoposition i in- och utlåningsfaciliteterna uppskattas bli noll under repans löptid.

Det finns för närvarande ett strukturellt likviditetsöverskott i banksystemet[3]. Det har uppstått genom att Riksbanken tidigare förvärvat valutareservstillgångar och inhemska värdepapper för större belopp än vad som motsvaras av bankernas efterfrågan på sedlar. Storleken på dessa poster framgår av Riksbankens balansräkning (se tabell 1). Likviditetsöverskottet sugs upp genom att Riksbanken drar in likviditet i de veckovisa reporna. Detta görs genom att Riksbanken emitterar riksbankscertifikat.

Tabell 1. Riksbankens balansräkning i förenklade termer
Miljarder kronor

Tillgångar		Skulder	
Valutareserv	149	Utelöpande sedlar och mynt	72
Inhemska värdepapper	62	Riksbankscertifikat	59
Utlåningsfacilitet	0	Inlåningsfacilitet	0
Övriga tillgångar	12	Övriga skulder och eget kapital	92
Summa tillgångar	**223**	**Summa skulder**	**223**

Ökad grad av finjustering

På kort sikt bestäms bankernas efterfrågan på placeringar och lån i de stående faciliteterna av Riksbanken.

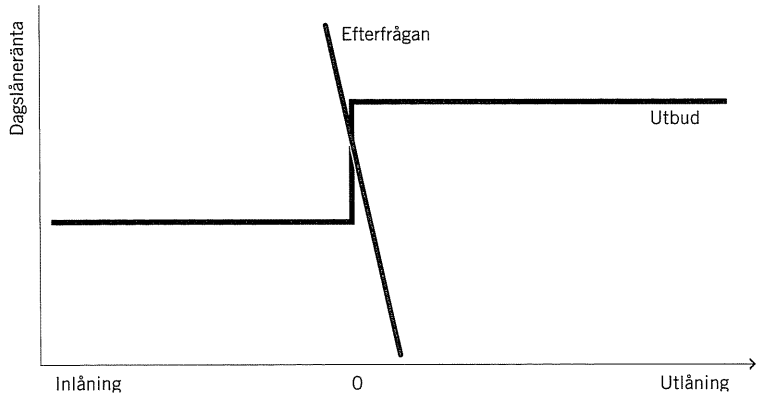
På kort sikt kan likviditeten och bankernas efterfrågan på in- eller utlåning i Riksbanken bestämmas av Riksbanken. Genom att räntekänsligheten för efterfrågan på sedlar är låg på kort sikt är också räntekänsligheten för bankernas efterfrågan på lån i Riksbanken låg (se figur 1).[4] För räntestyrningen innebär det att ett skift i likviditetsläget under repans löptid, exempelvis genom en ökning eller minskning i valutareserven, omedelbart leder till att banksystemet hamnar antingen i in- eller utlåningssteget. Därmed påverkas bankernas marginalkostnad och dagslåneräntan sjunker eller stiger inom räntekorridoren.

[2] Egentligen repurchase agreement, eller, på svenska, återköpsavtal, med vilket avses köp eller försäljning av värdepapper med samtida avtal om att affären ska återgå ett bestämt antal dagar senare.

[3] Med strukturellt menas här likviditetsläget i banksystemet före Riksbankens marknadsoperationer.

[4] En annan anledning till den låga räntekänsligheten för bankernas efterfrågan på lån i Riksbanken är att Riksbanken, till skillnad från flera europeiska länder, inte tillämpar kassakrav. Dessa är sedan 1994 satta till noll. Om bankerna åläggs att hålla en viss behållning på ett kassakravskonto i centralbanken i genomsnitt över en viss period (averaging), kan dessa medel användas av bankerna för att motverka tillfälliga fluktuationer i likviditetsläget.

Figur 1. Riksbankens räntekorridor



För att undvika sådana fluktuationer i dagslåneräntan neutraliserar Riksbanken numera förändringar i bankernas efterfrågan på in- och upplåning i faciliteterna under repans löptid genom finjusterande operationer. Dessa finjusteringar sker normalt i form av bankdepositioner till reporäntan.[5]

Genom att Riksbanken på detta sätt löpande skapar alternativa placeringar för bankerna har banksystemet som helhet normalt inget nämnvärt behov av att på marginalen vare sig placera till inlåningsräntan eller låna till utlåningsräntan. Istället blir bankernas marginalkostnad lika med reporäntan – den ränta till vilken Riksbanken finjusterar. Dagslåneräntan kommer därmed att nära följa reporäntan (se figur 2, sid. 26).

Grundtanken; tydligare signaler

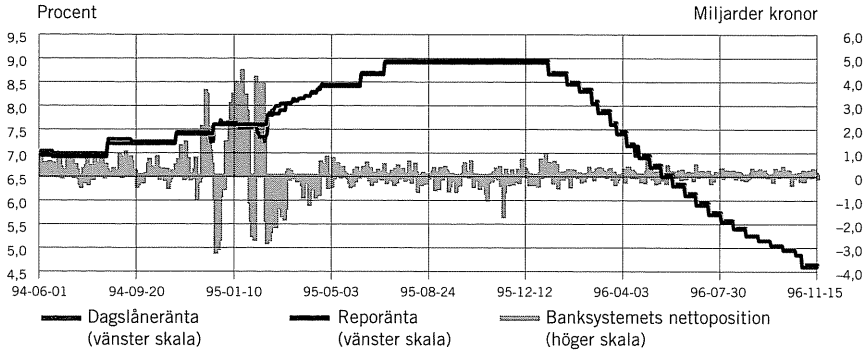
Dagslåneräntan har begränsad betydelse för penningpolitikens inverkan på efterfrågan i ekonomin och på inflationstrycket. De något längre penningmarknadsräntorna är viktigare.

Under förutsättning att marknaderna fungerar effektivt kommer dessa räntor att styras av förväntad dagslåneränta; de korta räntorna bör motsvara den genomsnittliga förväntade dagslåneräntan under den aktuella löptiden.[6] Därför måste det finnas en tydlig koppling mellan reporäntan och dagslåneräntan; reporäntan signalerar var Riksbanken vill ha dagslåneräntan och det är dagslånerän-

[5] För att ge bankerna incitament att bjuda i de veckovisa reporna finjusterar Riksbanken i praktiken till reporäntan plus/minus 10 räntepunkter.

[6] Detta gäller förutsatt att marknadsaktörerna inte kräver riskkompensation för att lämna sin "naturliga" löptid.

Figur 2. Dagslåneränta, reporänta och banksystemets nettoposition i de stående faciliteterna



Under förutsättning att marknaderna fungerar effektivt kommer penningmarknadsräntorna att styras av den förväntade dagslåneräntan.

tans utveckling som avgör nivån på de något längre penningmarknadsräntorna. Dagslåneräntan ger med andra ord impulser till räntebildningen längre ut på avkastningskurvan. För att dagslåneräntan ska överensstämma med önskad styrräntenivå, såsom den kommer till uttryck i reporäntan, måste dagslåneräntan åtminstone i genomsnitt vara lika med denna nivå.

Om dagslåneräntan skulle tillåtas att fluktuera fritt inom korridoren – utrymmet mellan in- och utlåningsräntan – skulle de penningpolitiska signalerna riskera att bli mindre tydliga.

Erfarenheten från den tid nuvarande system varit i bruk har emellertid visat att om Riksbanken låter dagslåneräntan fluktuera fritt inom korridoren – utrymmet mellan in- och utlåningsräntan – är det inte alltid så att dagslåneräntan i genomsnitt motsvarar reporäntan. Istället kan dagslåneräntan ibland tendera att röra sig på ett asymmetriskt sätt kring reporäntan (se figur 2). Kopplingen till styrräntan blir då oklar och de penningpolitiska signalerna riskerar att bli mindre tydliga. Detta är orsaken till att Riksbanken övergått till att, genom finjusterande operationer, styra dagslåneräntan under repans löptid. Erfarenheten är att fluktuationer i dagslåneräntan ibland tolkats som policysignaler i marknaden, trots att Riksbankens avsikt inte varit att ge signaler via tillfälliga fluktuationer i dagslåneräntan. Stabilisering av dagslåneräntan till samma nivå som reporäntan bidrar därför till att den penningpolitiska signaleringen blir tydligare. Tydliga signaler i penningpolitiken bör i sin tur skapa förutsättningar för en stabil marknadsutveckling och för god förståelse för Riksbankens agerande.

En annan förändring som Riksbanken genomfört för att skapa ökad klarhet i räntestyrningen är att systemet med överlappande repor upphört. I juli 1996 övergick Riksbanken från att lägga överlappande repor med två veckors löptid till repor med en veckas löptid. Det tidigare förfarandet innebar att Riksbanken varje vecka gav signaler om önskad nivå på dagslåneräntan, samtidigt som man i de omvända reporna erbjöd placeringar med två veckors löptid till reporäntan. Övergången till repor med en veckas löptid underlättades av att repovolymen hade minskat. Genom dessa enveckasrepor signalerar Riksbanken önskad nivå på dagslåneräntan den kommande veckan.

I juli 1996 övergick Riksbanken från att lägga överlappande repor med två veckors löptid till repor med en veckas löptid.

Strävan efter tydlighet i den penningpolitiska utformningen har också inneburit att repor med fast ränta hittills har bedömts som mer ändamålsenliga än repor med variabel ränta. Vid repor med fast ränta anges uttryckligen vilken nivå Riksbanken vill ha styrräntan på. Repor med fast ränta lämnar därför inget utrymme för osäkerhet om Riksbankens intentioner för styrräntan.

Förväntningarnas betydelse

Riksbanken kan således genom reporäntan och dess koppling till dagslåneräntan påverka de något längre penningmarknadsräntorna. Eftersom dessa i hög grad styrs av förväntningar om denna räntas framtida utveckling, blir även marknadens förväntningar om den framtida penningpolitiken av central betydelse för penningpolitikens transmission. För att de korta räntorna ska utvecklas i linje med Riksbankens avsikter måste marknadens förväntningsbild stämma överens med de penningpolitiska intentionerna.

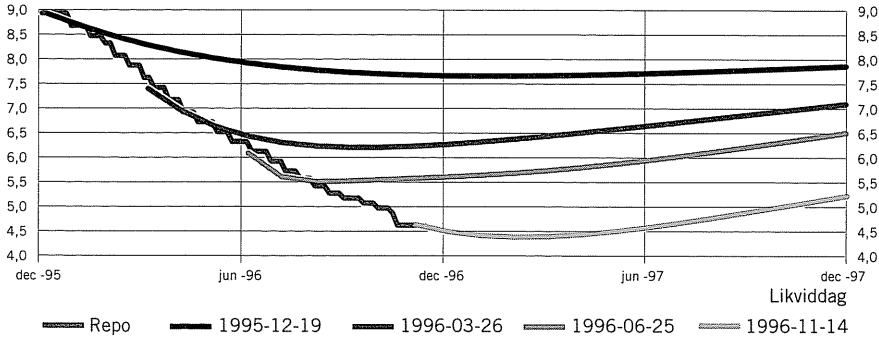
Ett sätt att avläsa marknadens förväntningar om framtida dagslåneränta är att tolka de implicita terminsräntorna. Dessa motsvarar – under vissa antaganden – förväntade framtida dagslåneräntor. Terminsräntor kan därför användas för att avläsa graden av samstämmighet mellan Riksbankens penningpolitiska intentioner och marknadens förväntningsbild.

Terminsräntor kan användas för att läsa av graden av samstämmighet mellan Riksbankens penningpolitiska intentioner och marknadens förväntningsbild.

Bristande samstämmighet mellan marknadens förväntningsbild – mätt med implicita terminsräntor – och de penningpolitiska avsikterna, ex ante, kan bero på sådana faktorer som att marknadsaktörerna är osäkra i sina bedömningar och därför kräver riskkompensation för placeringar med längre löptid.

Figur 3. Faktisk och förväntad reporänta

Enkel årsränta, procent



När den penningpolitiska utvecklingen och marknadens förväntningar jämförs i efterhand kan dessa skilja sig åt också beroende på att ny information förändrat bedömningen av reporäntans lämpliga bana både hos Riksbanken och marknaden. Under våren 1996 förändrades exempelvis Riksbankens bild successivt av hur mycket räntan skulle kunna sänkas i takt med att inflationsprognosen för 1997 nedreviderades. Samtidigt skedde liknande förändringar i marknadens förväntningsbild. Vid denna tid fanns därmed överensstämmelse mellan de penningpolitiska intentionerna och marknadens förväntningsbild, trots att det i efterhand kan te sig som att marknaden missbedömde Riksbankens avsikter. Figur 3 visar utvecklingen av reporäntan sedan december 1995 och marknadens förväntningar om reporäntans utveckling vid olika tillfällen under den senaste tolvmånadersperioden.

Riksbanken kan med olika medel påverka marknadens förväntningar.

Det kan också vara så att marknadens förväntningsbild och Riksbankens avsikter skiljer sig åt på grund av att marknaden inte rätt tolkat de penningpolitiska signalerna. För att påverka marknadens förväntningar, och vid behov förbättra samstämigheten mellan förväntningsbilden i marknaden och de penningpolitiska avsikterna, kan Riksbanken använda olika medel. Genom tal och uttalanden kan riksbanksledningen meddela de penningpolitiska intentionerna för den närmaste framtiden. Även takten i och storleken på reporänteförändringar kan ge signaler om den framtida penningpolitiken. Samtidigt kan ändringar i in- och utlåningsräntan användas både för att förstärka och för att nyansera den penningpolitiska signaleringen. Slutligen är Riksbankens inflationsrapport, som utkommer fyra gånger om året, ett centralt medel att redovisa Riksbankens bedömning av inflationsutvecklingen och hur penningpolitiken skall utformas för att inflationsmålet skall uppnås.

Sammantaget har således Riksbanken, utöver reporäntans nivå, flera olika medel för att påverka marknadens förväntningar om den framtida penningpolitiken. Därigenom kan de för transmissionsmekanismen viktiga penningmarknadsräntorna styras i önskad riktning.