

# Räntestyrning i penningpolitiken – hur går det till?

AV KERSTIN MITLID OCH MAGNUS VESTERLUND

*Kerstin Mitlid är verksam på avdelningen för finansiell stabilitet och Magnus Vesterlund på avdelningen för marknadsoperationer.*

*Syftet med denna artikel är att beskriva vad som i grunden krävs för att centralbanker i moderna ekonomier ska kunna styra räntan samt att redovisa och diskutera utformning och tillämpning av Riksbankens penningpolitiska styrsystem. Riksbankens system jämförs med huvuddragen i det amerikanska styrsystemet – ett system som ursprungligen utformades för att ge möjlighet att direkt styra penningmängden, men som idag enbart utnyttjas för att styra dagslåneräntan.*

## Inledning

Enligt den enklaste läroboksansatsen bestäms inflationen av mängden pengar i ekonomin och sedelmonopolet ger där centralbanken möjlighet att bestämma inflationen. Synen på penningmängdens roll för penningpolitikens möjlighet att påverka inflationen har dock förändrats i takt med att betalningsväsendet utvecklats. Numera tillämpar i stort sett alla centralbanker räntestyrning utan direkt sikte på något snävt mått för pengar.

I artikeln konstaterar vi att på de välutvecklade finansiella marknader som centralbanker verkar idag är utgivningen av sedlar och mynt ingen självklar förutsättning för att styra räntan. Det är heller inte nödvändigt att tillämpa kassakrav. Vår slutsats är att rätten att bestämma villkoren för in- och utlåning i centralbanken för de banker som deltar i det centrala betalningssystemet utgör ett tillräckligt villkor för att kunna påverka räntebildningen på dagslåne marknaden. Dagslåneräntan påverkar sedan i sin tur prisutvecklingen i ekonomin via många olika kanaler.

*Författarna tackar Sonja Daltung, Staffan Viotti och Anders Vredin för värdefulla synpunkter.*

Efter en genomgång av de grundläggande förutsättningarna för moderna centralbankers möjlighet att påverka räntebildningen och därmed inflationen, jämförs Riksbankens räntestyrningssystem med huvuddragen i det amerikanska styrsystemet. Det är ett exempel på ett styrsystem som ursprungligen utformades för att ge möjlighet att direkt styra penningmängden, men som idag enbart utnyttjas för att styra dagslåneräntan. Avslutningsvis beskriver vi hur Riksbanken i praktiken går till väga för att styra räntan samt diskuterar de överväganden som legat till grund för vissa delar i utformningen och tillämpningen av Riksbankens styrsystem.

## Inflationsstyrning i en enkel modell

---

I den enkla läroboksansatsen bestäms prisnivån av mängden pengar i ekonomin.

---

---

Centralbanken kan om det också finns en obligationsmarknad styra mängden pengar och därmed prisnivån genom räntestyrning alternativt utbuds- eller kvantitetsstyrning.

---

I den enkla läroboksansatsen tar beskrivningen av hur centralbanken kan styra inflationen vanligen sin utgångspunkt i en enkel modell<sup>1</sup> där prisnivån bestäms av mängden pengar i

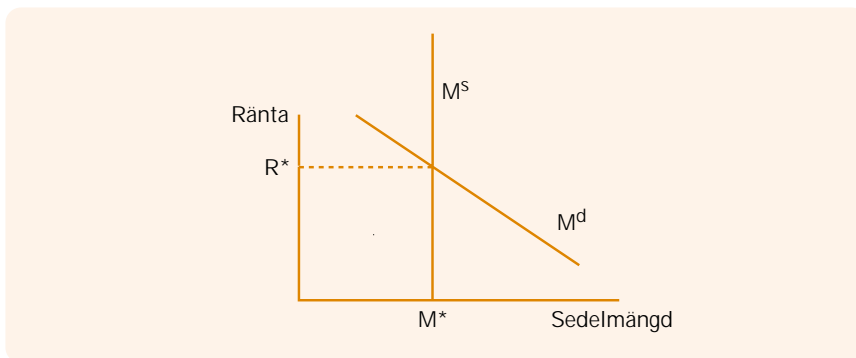
ekonomin. Sedlar är det enda betalningsmedlet – sedelmängden utgör således penningmängden – och centralbanken har monopol på utgivningen. Med given produktion av varor stiger prisnivån om mängden utelöpande sedlar ökar och tvärt om, varför centralbanken kan bestämma inflationen genom att bestämma sedelmängden.

Om modellen utvidgas med en obligationsmarknad kommer allmänhetens sedefterfrågan att vara räntekänslig eftersom ett seditnehav inte ger någon avkastning och då det alltid finns möjlighet att välja mellan att ha sina finansiella tillgångar placerade i obligationer eller i sedlar. Den nominella räntan

kommer därför att utgöra alternativkostnaden för ett seditnehav. Centralbanken kan i denna modell styra mängden pengar och därmed prisnivån genom att bestämma räntan så att efterfrågan på sedlar anpassas till vad som krävs för att priserna ska utvecklas i enlighet med centralbankens mål, så kallad *räntestyrning*. Alternativt kan centralbanken bjuda ut en viss mängd sedlar och låta räntan anpassas så att allmänheten är villig att hålla dessa sedlar, så kallad *utbuds- eller kvantitetsstyrning* (se figur 1).

<sup>1</sup> Se till exempel Dornbusch & Fischer (1994). Kvantitetsterorin:  $m^* = y + p - v$  visar en efterfrågefunktion för pengar i logaritmerad form av  $M/P = L(Y, i)$  där  $M$  är penningmängden,  $Y$  är real BNP,  $i$  är räntan och  $V = Y/(M/P)$  är omloppshastigheten. Ekvationen visar att penningmängdsefterfrågan växer i takt med inflationen plus tillväxten i real BNP samt förändringen i omloppshastigheten för pengar.

Figur 1. Alternativa sätt att styra penningmängden



Inflationsmålet kan uppnås antingen genom att centralbanken sätter räntan till  $R^*$  eller genom att utbudet av pengar ( $M^s$ ) bestäms till  $M^*$ . Om centralbankens mål för inflationen är  $p^*$  och omloppshastigheten för pengar – velociteten – är konstant så kommer enligt kvantitetsteorin (se not 1) den förändring av penningmängden som motsvarar inflationsmålet plus förändringen av den samlade produktionen att ge måluppfyllelse.  $M^d$  = efterfrågan på pengar.

## Ändrade förutsättningar

Idag verkar centralbanker på avreglerade och välutvecklade finansiella marknader. Där skiljer sig förutsättningarna för att bedriva penningpolitik från den enkla läroboksmodellens på många sätt.

I den enkla modellen består penningmängden endast av sedlar och mynt. Centralbanken har monopol på sedelutgivningen och därmed kontroll över penningmängden. Hushållens motiv att hålla pengar är att kunna genomföra betalningar. Slutligen är det, i den enklaste modellen, räntans roll som alternativkostnad för pengar som gör att en ränteförändring får effekt på efterfrågan på pengar och därmed på inflationen.

En viktig skillnad mot den enkla modellen är att *sedlar* sedan länge *inte är det enda betalningsmedlet*. Betalningar över konton svarar för en allt större andel av betalningsströmmarna och utvecklingen av betalningsväsendet går snabbt. Även behållningen på inlåningskonton i bank kan därmed vid sidan av ett sedelinnehav tjäna som likviditetsbuffert för kommande transaktioner och alltså räknas som pengar.

---

En viktig skillnad mot den enkla modellen är att sedlar sedan länge inte är det enda betalningsmedlet.

---

När sedlarna upphörde att vara det enda betalningsmedlet minskade centralbankernas möjlighet att enbart genom styrning av utbudet av sedlar påverka penningmängden och därmed prisnivån i ekonomin. I syfte att öka styrbarheten i det vidare penningmängdsbegreppet införde flertalet centralbanker kassakrav på

bankernas likvida inlåning. Kassakraven tvingade bankerna att placera en del av inlåningen från allmänheten på räntelösa inlåningskonton i centralbanken. Därmed kunde den så kallade *monetära basen*, definierad som utelöpande sedlar plus bankernas räntelösa inlåning i centralbanken, styras på i princip samma sätt som sedelmängden i den enklaste modellen. Konstruktionen med kassakrav gjorde att den monetära basen under vissa antaganden stod i en bestämd relation till penningmängden. Centralbanken antogs därför kunna styra den utvidgade penningmängden genom att styra den monetära basen. Under förutsättning att penningmängden och prisnivån uppvisade ett stabilt samband kunde centralbanken också påverka prisnivån.

Likvida värdepappersmarknader, välfungerande dagslänemarknader och effektiva betalningssystem har emellertid *minskat behovet av att hålla likvida medel* i form av inlåning och sedlar som *buffert* för att kunna genomföra transaktioner. Värdepapper kan exempelvis snabbt säljas eller belånas och utfästelser om krediter kan snabbt omvandlas till betalningsmedel av kreditvärdiga banker. Den snabba utvecklingen har gjort det svårt att hitta ett mått för begreppet pengar som uppvisar ett stabilt samband med inflationen i ekonomin.

---

Eftersom det blivit svårare att definiera vad som ska betecknas som pengar har det också blivit svårare att avgöra vad som är alternativkostnaden för att placera en del av sina finansiella tillgångar i pengar.

---

I den enklaste läroboksansatsen förutsattes vidare att ett *innehav av pengar* inte gav någon avkastning. Ett motiv för att införa kassakrav utan ränteersättning var att öka alternativkostnaden för att hålla pengar i utvidgad mening då bankerna på grund av kassakravet minskade ränteersättningen för allmänhetens bankinlåning och därmed ökade räntekänsligheten i efterfrågan på pengar.

Eftersom det blivit svårare att definiera vad som ska betecknas som pengar har det också blivit *svårare att avgöra vad som är alternativkostnaden* för att placera en del av sina finansiella tillgångar i pengar.

Kunskapen om de mekanismer som gör att penningpolitiken kan påverka inflationen – den så kallade *transmissionsmekanismen* – är begränsad. Tydligt är dock att den är betydligt mer komplicerad<sup>2</sup> än i den enkla modellen där räntans roll som alternativkostnad för pengar utgjorde den enda kanal genom vilken räntan fick effekt på inflationen. Om just denna kanal spelar någon viktig roll i dag är tveksamt. Trögrörliga priser gör troligen att nominella ränteförändringar via flera kanaler påverkar efterfrågan på varor, tjänster och finansiella tillgångar, vilket avspeglas i efterfrågan på krediter och transaktionsmedel.

<sup>2</sup> Se till exempel Friedman (1999).

Sammanfattningsvis har teknisk utveckling, avregleringar och internationalisering medfört att det blivit allt svårare att utnyttja penningmängden som ett mellanliggande mål för ett slutligt prisstabilitetsmål.

Flertalet centralbanker inriktar därför numera sin penningpolitik på att påverka räntebildningen i ekonomin via dagslänemarknaden (se kommande avsnitt) utan att direkt ta sikte på dess effekter på penningmängden. Penningmängden spelar numera för de flesta främst roll som *en inflationsindikator* bland många andra. Det finns dock betydande skillnader mellan olika centralbankers värdering av penningmängden som inflationsindikator. Den europeiska centralbanken, ECB,<sup>3</sup> anger till exempel ett så kallat referensvärde för den penningmängdstillväxt som bedöms vara förenlig med deras prisstabilitetsmål på medellång sikt, men har samtidigt klart uttalat att penningmängden *inte* utnyttjas som ett *mellanliggande mål* för det slutliga prisstabilitetsmålet.

## Betalningssystem och dagslänemarknad viktiga för räntestyrningen

I moderna ekonomier inriktar sig centralbankerna således på att via räntestyrning direkt påverka sitt slutmål för penningpolitiken. Räntebildningen i ekonomin påverkas genom styrning av den ränta till vilken bankerna över natten kan finansiera respektive placera under- eller överskott i sina betalningsströmmar, det vill säga dagslåneräntan. Att centralbanken kan påverka räntan på dagslänemarknaden beror i grunden på dess möjlighet att bestämma villkoren för och omfattningen av in- och utlåning i centralbanken över natten för de banker som deltar i *det centrala betalningssystemet*. I detta system hanteras betalningar mellan centralbanken och banksystemet samt mellan de banker som deltar i systemet. I kommande avsnitt ges exempel på två olika penningpolitiska styrsystem där villkoren för in- och utlåning i centralbanken skiljer sig på ett intressant sätt.

På välutvecklade finansiella marknader utjämnas merparten av de under- och överskott som uppstår i betalningsströmmarna under dagen genom att bankerna lånar av och placerar hos varandra på dagslänemarknaden. De villkor som tillämpas för lån och placeringar i centralbanken är vanligen satta så att det är fördelaktigare att utnyttja *dagslänemarknaden* för att utjämna under- och överskott i

---

I moderna ekonomier inriktar sig centralbankerna på att via räntestyrning direkt påverka sitt slutmål för penningpolitiken.

---

<sup>3</sup> Se ECB (1999).

betalningsströmmarna än att låna och placera i centralbanken så länge det finns tillräckligt med likviditet på dagslånemarknaden.

---

Genom att påverka den aktuella och den förväntade dagslåneräntan kan centralbanken också påverka de räntor allmänheten möter.

---

Dagslåneräntan är den kortaste marknadsräntan. Eftersom dagslåneräntan normalt är den alternativa kostnaden eller avkastningen för en banks finansiering respektive placering påverkar den räntebildningen i hela ekonomin.

En bank som ger lån till ett företag kan i princip finansiera detta genom att låna på dagslånemarknaden. En bank som har ett överskott som ska placeras kan välja mellan att låna ut pengarna på dagslånemarknaden till en annan bank, köpa räntebärande värdepapper eller ge lån med längre löptid till allmänheten. Förväntningar om dagslåneräntans utveckling under värdepapperets återstående löptid kommer därmed att påverka hur mycket banken är villig att betala för det räntebärande värdepapperet, vilket avspeglas direkt i räntan. Förväntningarna om dagslåneräntan under den tid en utlåningsränta är bunden kommer också att utgöra grunden för den utlåningsränta allmänheten möter. Genom att påverka den aktuella och den förväntade dagslåneräntan kan centralbanken således också påverka de räntor allmänheten möter.

---

Ett underskott i en banks betalningsströmmar måste på kort sikt finansieras genom lån på dagslånemarknaden eller genom att låna, alternativt minska, sin inlåning i centralbanken.

---

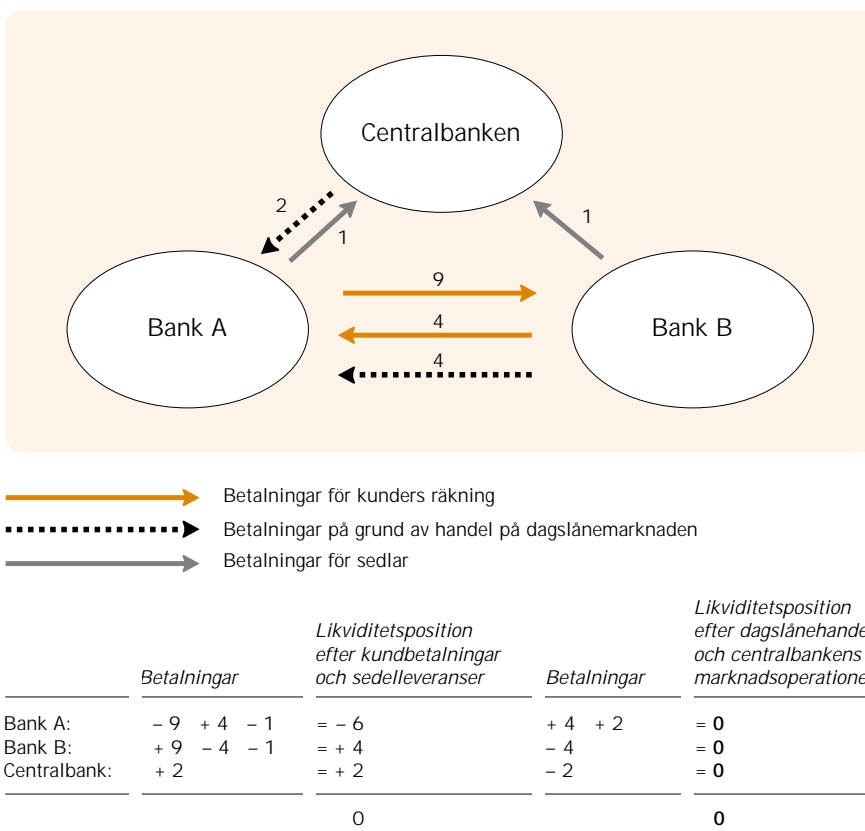
Ett underskott i en banks betalningsströmmar kan exempelvis uppstå om banken genomför stora betalningar från sina kunders inlåningskonton till andra banker. Underskottet måste finansieras på något sätt.<sup>4</sup> På längre sikt kan banken minska sin utlåning, men eftersom dessa lån inte omedelbart kan

sägas upp måste finansiering på kort sikt ske genom lån på dagslånemarknaden eller genom att låna, alternativt minska, sin inlåning i centralbanken. På samma sätt måste den bank som får ett överskott i sina betalningar på kort sikt placera detta antingen på dagslånemarknaden eller i centralbanken till de villkor centralbanken bestämmer. Förutsättningen för finansiering direkt i centralbanken är att banken deltar i det betalningssystem där betalningar mellan banksystemet och centralbanken genomförs.

De banker som deltar i det centrala betalningssystemet kan efter varje dags betalningar sammantaget ha ett över- eller underskott som måste placeras eller lånas i centralbanken (se figur 2). Under- eller överskott uppstår om betalnings-

<sup>4</sup> Underskott i betalningar uppstår under dagen och kan kvarstå vid dagens slut. Här diskuteras finansiering av underskott vid dagens slut. Underskott under dagen kan antingen finansieras via så kallad intradagskredit i centralbanken eller genom att deltagarna håller en likviditetsbuffert i centralbanken på inlåningskonton.

Figur 2. Betalningsströmmar och likviditetspositioner



Anm. Exemplet illustrerar hur betalningar mellan deltagare i det centrala betalningssystemet genererar likviditetsöver- och underskott hos deltagande banker och hur likviditetspositionerna utjämnas på dagslånemarknaden där också centralbanken agerar. I exemplet har Bank A inledningsvis ett underskott (-6) efter betalningar till och från Bank B för kunders räkning samt betalningar till centralbanken för sedlar. Bank A måste finansiera detta antingen på dagslånemarknaden eller i centralbanken. Bank B har samtidigt ett överskott (4) som måste placeras. Banksystemet som helhet har inledningsvis ett underskott i centralbanken (-2) vilket i exemplet redovisas som att centralbanken har ett överskott som måste placeras. Bank B väljer att låna ut sitt likviditetsöverskott (4) till Bank A (alternativet hade varit att placera överskottet i centralbanken). Centralbanken kan vid dagens slut välja att låta Bank A låna över natten alternativt dra ner sin inlåning i centralbanken. Alternativt kan centralbanken köpa värdepapper på dagslånemarknaden för att tillföra likviditet. I exemplet har centralbanken valt det senare och betalar (2) till Bank A som säljer värdepapper för att få likviditet. Villkoren för in- och utlåning i centralbanken samt centralbankens möjlighet att påverka bankernas samlade likviditet via marknadsoperationer kommer att bestämma räntan på dagslånemarknaden.

strömmarna mellan banksystemet och centralbanken inte balanserats under dagen. In- och utleverans av sedlar och centralbankens köp och försäljning av värdepapper är exempel på vad som genererar betalningar mellan bankerna och

---

De banker som deltar i det centrala betalningssystemet kan efter varje dags betalningar sammantaget ha ett över- eller underskott som måste placeras eller lånas i centralbanken.

---

centralbanken om detta är möjligt i systemet eller genom att dra ner sin kontobehållning i centralbanken. Centralbanken kan alltså via köp och försäljning av värdepapper *påverka banksystemets likviditet*.

---

Villkoren för in- och utlåning i centralbanken samt hur centralbanken väljer att påverka banksystemets likviditetsläge utgör kärnan i alla penningpolitiska styrsystem.

---

Villkoren för in- och utlåning i centralbanken samt hur centralbanken väljer att påverka banksystemets likviditetsläge utgör kärnan i alla penningpolitiska styrsystem. Om centralbanken önskar att bankerna ska ha ett upplåningsbehov kan ett sådant skapas till exempel genom att ge ut egna värdepapper. Likheter mellan de penningpolitiska styrsystem som olika centralbanker tillämpar är således i grunden stora.<sup>5</sup> Men även om det finns stora grundläggande likheter mellan olika penningpolitiska styrsystem finns också viktiga skillnader. Vi ska nedan jämföra två typer av system – ett som bygger på i princip samma mekanismer som det system som den amerikanska centralbanken tillämpar och ett som har samma egenskaper som Riksbankens system.

centralbanken. Ett underskott i banksystemets betalningar mot centralbanken brukar vanligen beskrivas som att banksystemet har ett *likviditetsunderskott*. Bankerna måste då finansiera detta till de villkor centralbanken bestämmer antingen genom att låna i centralbanken.

Villkoren för in- och utlåning i centralbanken samt hur centralbanken väljer att påverka banksystemets likviditetsläge utgör kärnan i alla penningpolitiska styrsystem. Sedelutgivningen skapar i grunden ett behov för bankerna att låna i centralbanken, men utgör inte en förutsättning för möjligheten att styra räntorna.

## Ett penningpolitiskt styrsystem med räntelösa reserver

---

Bankernas behov av att placera en viss del av sina tillgångar i centralbanken Federal Reserve skapas dels av ett bindande kassakrav, dels av att lånemöjligheterna i centralbanken i praktiken är begränsade.

---

Den amerikanska centralbankens styrsystem bygger på att bankerna har behov av att placera en viss andel av sina tillgångar på inlåningskonto i centralbanken och att detta konto inte ger någon avkastning. Bankernas behov av att placera en viss del av sina tillgångar i centralbanken Federal Reserve skapas av ett bindande kassakrav. Systemet

<sup>5</sup> Se Borio (1997).





bygger dessutom på att bankerna endast i undantagsfall ska låna i centralbanken. I det amerikanska systemet finns visserligen möjlighet för bankerna att låna i så kallat *discount window* till en ränta som normalt är lägre än marknadsräntan, men att frekvent låna i centralbanken indikerar att banken har problem att finansiera sig på marknaden.

Om kostnaderna – de rent pekuniära eller de som uppstår på grund av inslag av bestraffning vid utnyttjande – för att låna i centralbanken är höga kan bankerna välja att utöver kassakravet placera medel som likviditetsbuffert (så kallade fria reserver) i centralbanken trots att det inte ger någon avkastning. Risken är annars att banken vid dagens slut får underskott i sina löpande betalningar som inte kan finansieras på dagslänemarknaden och som inte heller utan höga kostnader kan finansieras i centralbanken. Hur mycket en enskild bank utöver kassakravet väljer att placera i centralbanken beror bland annat på förväntade svängningar i betalningsströmmarna. Detta påverkas bland annat av bankens balansomsättning, där sådant som kreditstockar och allmänhetens bankinlåning utgör viktiga delar. Eftersom allmänhetens kreditefterfrågan och bankinlåning påverkas av ränteläget, påverkas bankens behov att placera i centralbanken indirekt av ränteförändringar både på grund av kassakravet och på grund av behovet av fria reserver. Efterfrågan på fria reserver påverkas också direkt av dagslåneräntan eftersom placeringar på dagslänemarknaden utgör ett alternativ för placeringar i centralbanken, men också av kostnaden för att låna i *discount window*.

De mekanismer som gör att centralbanken i detta system kan påverka dagslåneräntan kan beskrivas på följande sätt:

Genom att köpa eller sälja värdepapper kan centralbanken påverka bankernas behållning på deras inlåningskonton i centralbanken. Om centralbanken vill sänka räntan köper den värdepapper från marknaden till den ränta marknaden erbjuder (jämför be-

---

Genom att köpa eller sälja värdepapper kan centralbanken påverka banksystemets behållning på deras inlåningskonton i centralbanken.

---

skrivningen av utbudsstyrning i den enkla modellen). Ofta beskrivs detta som att likviditet tillförs marknaden via öppna marknadsoperationer. När centralbanken köper värdepapper sker detta via banker som har konto i centralbanken. Betalningarna för dessa värdepapper krediteras bankernas inlåningskonton i centralbanken. Bankernas samlade behållning på sina inlåningskonton i centralbanken kommer därmed att vara högre än vad de inledningsvis har behov av. Det leder till att en enskild bank som anser sig ha för stor inlåning i centralbanken, bjuder ut likviditet på dagslänemarknaden. Dagslåneräntan faller när utbudet av likviditet ökar. Lägre ränta leder dels till att alternativkostnaden för att ha inlåning i

Figur 3. Centralbanken sänker räntan

Banker				Centralbank							
<i>Tillgångar</i>	$t_1$	$t_2$	<i>Skulder</i>	$t_1$	$t_2$	<i>Tillgångar</i>	$t_1$	$t_2$	<i>Skulder</i>	$t_1$	$t_2$
Likvida medel i centralbank	+		Inlåning från allmänhet		+	Värdepapper	+	+	Sedlar		+
Utlåning		+							Inlåning från banker	+	
Värdepapper	-	+									

Allmänhet					
<i>Tillgångar</i>	$t_1$	$t_2$	<i>Skulder</i>	$t_1$	$t_2$
Sedlar		+	Värdepapper		+
Inlåning i bank		+	Lån i bank		+

Anm. I exemplet köper centralbanken i period 1 ( $t_1$ ) värdepapper och betalar för detta genom att kreditera bankernas inlåningskonto i centralbanken. Sammansättningen av bankernas tillgångar förändras när deras värdepappersinnehav minskar samtidigt som inlåningen i centralbanken ökar. Därmed minskar också avkastningen på bankens tillgångar. Inledningsvis har banksystemet inte behov av en så stor inlåning i centralbanken. Banksystemet totalt kan inte påverka inlåningen i centralbanken, men varje enskild bank kan öka sin avkastning genom att minska sin behållning i centralbanken och i stället bjuda ut pengarna på dagslånemarknaden. Det pressar ner räntorna på dagslånemarknaden. Även utlåningsräntan till allmänheten faller och kreditefterfrågan stiger. Lägre räntor har period 2 ( $t_2$ ) lett till att allmänhetens lån i bankerna och på värdepappersmarknaden ökat, samtidigt som deras inlåning och sedelinnehav stigit. I bankernas balansräkning har värdepappersinnehav, utlåning samt inlåning stigit. Räntorna stabiliseras när de fallit så mycket att bankerna är nöjda med att hålla den inlåning i centralbanken som centralbanken bjuder ut.


centralbanken minskar, dels till att bankernas balansomslutning på grund av ökad kreditefterfrågan växer och att allmänhetens efterfrågan på transaktionsmedel stiger. Därmed ökar också bankernas behov av att placera medel på inlåningskonton i centralbanken. Dagslåneräntan stabiliseras när bankerna sammantaget efterfrågar den likvida inlåning i centralbanken som centralbanken via marknadsoperationer bjudit ut.

För att snabbare få dagslåneräntan att stabiliseras på den nivå penningpolitiken siktar på, kan centralbanken signalera vart man önskar att dagslåneräntan ska hamna. Det gör Federal Reserve genom att annonsera en så kallad Fed-funds ränta. Frekventa justeringar av banksystemets samlade likvida inlåning i centralbanken, via så kallade öppna marknadsoperationer, kan ytterligare stabilisera dagslåneräntan.

I detta system påverkas dagslåneräntan av hur mycket likviditet centralbanken bjuder ut.

Beskrivningen av hur detta system fungerar har tagit utgångspunkt i de mekanismer som påverkar dagslåneräntan. I detta system påverkas dagslåneräntan av hur mycket banker-

na sammantaget via centralbankens öppna marknadsoperationer tvingas placera i centralbanken, det vill säga hur mycket likviditet centralbanken bjuder ut. Ett alternativ skulle därför kunna vara att beskriva systemet efter dess förmåga att



påverka penningmängden. Utformningen av det här systemet ger centralbanken möjlighet att kvantifiera och styra mot ett mål för den så kallade monetära basen, där bankernas behållning på inlåningskonto i centralbanken och sedlar ingår. Som vi tidigare konstaterat får dock ränteförändringar effekt på inflationen via många olika kanaler samtidigt som allmänhetens behov av att hålla en likviditetsbuffert i form av sedlar och likvid bankinlåning förändras när betalningsväsendet utvecklas. Att ha ett särskilt mål för utvecklingen av den monetära basen har därför visat sig vara ett ineffektivt sätt att styra inflationen.

## Ett penningpolitiskt styrsystem med in- och utlåningsfaciliteter och utan kassakrav

Många centralbanker, som under senare år förändrat sina penningpolitiska styrsystem, har övergått till system utan kassakrav, eller till system där kassakravet ger full ränteersättning, samt med in- och utlåningsfaciliteter där räntevillkoren sätter gränser för dagslåneräntan. Riksbanken, som 1994 införde ett

---

I Riksbankens system har en bank som vid dagens slut har ett underskott i sina betalningsströmmar rätt att finansiera detta i centralbanken över natten till utlåningsränta.

---

nytt penningpolitiskt styrsystem – räntestyrningssystem – tillhör denna grupp. Ett viktigt skäl till att undvika styrsystem som bygger på att bankerna ska placera medel i centralbanken till låg eller ingen ränta har varit de kostnader som bankerna åsamkas när de tvingas placera en del av sina tillgångar till icke-marknadsmässiga villkor i centralbanken. Det har heller inte ansetts nödvändigt att via utformningen av räntestyrningssystemet öka möjligheterna att styra en utvidgad definition av penningmängden (se tidigare avsnitt). I Riksbankens system har en bank som vid dagens slut har ett underskott i sina betalningsströmmar rätt att finansiera detta i centralbanken över natten till utlåningsränta. I motsats till vad som gäller för lån i discount window i det amerikanska styrsystemet kan utlåningsfaciliteterna utnyttjas utan begränsning så länge bankerna kan presentera godkända säkerheter och ger inte någon negativ signal om bankens ekonomiska situation. På samma sätt kan en bank med överskott placera detta i centralbanken till inlåningsränta. In- och utlåningsräntan kommer därmed alltid att sätta de yttre gränserna för dagslåneräntan eftersom de utgör alternativ till dagslåneräntan.

Riksbanken siktar på att styra dagslåneräntan så att den hamnar mitt emellan in- och utlåningsräntan och markerar nivån genom annonsering av Riksbankens reporänta. Genom att tillgodose banksystemets samlade behov av att låna eller placera likviditet via öppna marknadsoperationer till Riksbankens reporänta

---

Riksbanken siktar på att styra dagslåneräntan så att den hamnar mitt emellan in- och utlåningsräntan och markerar nivån genom annonsering av Riksbankens reporänta.

---

strömmar på dagslänemarknaden bidrar också till att faciliteterna<sup>6</sup> sällan utnyttjas. Eftersom Riksbanken uttalat sin intention att normalt tillföra så mycket likviditet att in- och utlåningsmöjligheterna inte ska behöva utnyttjas och eftersom de likviditetsjusterande marknadsoperationerna<sup>7</sup> sker till Riksbankens reporänta stabiliseras dagslåneräntan nära reporäntan.

---

Det system som Riksbanken tillämpar är konstruerat enbart för att påverka dagslåneräntan via räntestyrning.

---

Det system som Riksbanken tillämpar är konstruerat enbart för att påverka dagslåneräntan via räntestyrning. In- och utlåningsräntorna kommer alltså att sätta gränserna för dagslåneräntan oavsett hur mycket likviditet Riksbanken tillför. Om Riksbanken köper så mycket värdepapper att banksystemet får överskottslikviditet måste de utnyttja inlåningsfaciliteten och dagslåneräntan kommer att hamna på inlåningsräntan. Så länge dagslåneräntan ligger högre än inlåningsräntan finns motiv för de banker som tvingas placera en del av sina tillgångar på inlåningskonto i centralbanken att låna ut pengar på dagslänemarknaden, men när ränteskillnaderna upphör finns inte längre några sådana motiv.

## Riksbankens kontroll av dagslåneräntan i praktiken

I detta avsnitt ger vi en ingående beskrivning av Riksbankens räntestyrningssystem och hur Riksbanken i praktiken går till väga för att styra räntan. Vi konstaterade tidigare att en viktig del i räntestyrningssystemet är bankernas rätt att låna och placera i Riksbanken över natten till förutbestämda räntor, in- respektive utlåningsräntan. Andra väsentliga delar i Riksbankens räntestyrning är den uttalade intentionen att via marknadsoperationer styra banksystemets likviditetsposition så att dagslåneräntan stabiliseras nära reporäntan.

<sup>6</sup> Riksbanken erbjuder räntefri intradagskredit, vilket gör att bankerna inte behöver ha medel placerade i centralbanken för att möta underskott i betalningar under dagen.

<sup>7</sup> Så kallade finjusteringar sker till en ränta som avviker från reporäntan med 10 räntepunkter. Se kommande avsnitt.



In- och utlåningsräntan bildar en räntekorridor för marknadens dagslåneränta. Skillnaden mellan in- och utlåningsräntan uppgår för närvarande till 150 räntepunkter. Den skapar incitament för bankerna att utjämna över- och underskott på likviditet med varandra.

Riksbankens direktion bestämmer reporäntan vid sina penningpolitiska möten, vilka äger rum sex till åtta gånger per år. Reporäntebeslutet ger signaler om var Riksbanken önskar att dagslåneräntan ska hamna. Den volymmässigt största likviditetsjusterande öppna marknadsoperationen sker en gång i veckan då Riksbanken annonserar sin penningpolitisk repa<sup>8</sup> eller emission av certifikat. Så länge korridorrens bredd inte förändras bestämmer reporäntan också in- och utlåningsräntan då reporäntan numera alltid ska ligga mitt i korridoren.

All utlåning<sup>9</sup> i utlåningsfaciliteten samt tillförsel av likviditet via penningpolitiska repor sker mot säkerhet. De värdepapper som accepteras är räntebärande värdepapper emitterade av främst svenska staten samt av svenska bostadsinstitut.<sup>10</sup>

Genomförande av repor, som nämndes ovan, räknas till Riksbankens öppna marknadsoperationer. Andra exempel på öppna marknadsoperationer som kan användas för att påverka likviditeten är emissioner av egna certifikat samt valuta-marknadssvappar<sup>11</sup>. Emissioner av certifikat används för att grovjustera likviditeten när det existerar ett så kallat strukturellt likviditetsöverskott i banksystemet, det vill säga när likviditet normalt måste dras in från banksystemet.

Riksbankens styrning av dagslåneräntan kan beskrivas i tre steg. I steg 1 görs en prognos över storleken på de öppna marknadsoperationer som ska genomföras under kommande vecka, det vill säga hur mycket likviditet som måste tillföras eller dras in för att bankerna under veckan inte ska behöva utnyttja in- och utlåningsfaciliteterna. I steg 2 tillförs eller dras denna likviditet in genom en öppen marknadsoperation. I steg 3 genomförs öppna marknadsoperationer för att parera de dagliga

---

Riksbankens praktiska styrning av dagslåneräntan kan beskrivas i tre steg.

---

<sup>8</sup> Penningpolitisk repa innebär att Riksbanken köper värdepapper och tillför likviditet. Efter en vecka säljer Riksbanken tillbaka värdepapperen och erhåller likviditet. Posten penningpolitisk repa benämns huvudsakliga refinansieringstransaktioner på Riksbankens balansräkning.

<sup>9</sup> Det gäller också de så kallade räntefria intradagskrediterna som Riksbanken ger deltagarna i betalningssystemet RIX.

<sup>10</sup> Riksbanken kan i samband med givande av nödkrediter även acceptera utlåning under andra villkor än de normala (se Lag om Sveriges riksbank (1988:1385)).

<sup>11</sup> Med valutamarknadssvapp (FX-swap) avses transaktioner där Riksbanken köper (säljer) valuta mot kronor avista för att sedan sälja (köpa) tillbaka valutan mot kronor på termin. När Riksbanken köper valuta innebär det att likviditet tillförs kronmarknaden, det vill säga transaktioner har samma effekt på likviditeten i kronor som en penningpolitisk repa.

fluktuationerna i banksystemets löpande betalningar för att banksystemet inte ska behöva utnyttja faciliteterna.

## STEG I. PROGNOSEN AV STORLEKEN PÅ DEN VECKOVISA

### ÖPPNA MARKNADSOOPERATIONEN

Beslutet om hur mycket likviditet som ska tillföras eller dras in under kommande vecka bygger på en prognos av de betalningar eller flöden som sker mellan Riksbanken och bankerna och som påverkar de poster som ingår i Riksbankens balansräkning

---

Riksbankens tillgångar består av en guld- och valutareserv, en inhemsk värdepappersportfölj samt utlåning till bankerna.

---

*Riksbankens tillgångar* består av en guld- och valutareserv, en inhemsk värdepappersportfölj samt utlåning till bankerna. Guld- och valutareserven består, förutom av guld, av värdepapper denominerade i utländsk valuta

samt fordringar på IMF. De inhemska värdepapperen består enbart av värdepapper emitterade i kronor av den svenska staten.<sup>12</sup> Utlåning till banksystemet utgör för närvarande en betydande del av Riksbankens tillgångar. Den består nästan uteslutande av utlåningen till banksystemet genom penningpolitiska repor.

---

Riksbankens skulder består främst av sedlar och mynt samt av eget kapital.

---

*Riksbankens skulder* består främst av sedlar och mynt samt av eget kapital. Bland övriga poster på skuldsidan kan nämnas inlåning från

banker (inlåningsfaciliteten) som normalt är av liten omfattning. Det egna kapitalet är en del av den svenska statens tillgångar (se figur 4).

Varje tisdag gör Riksbanken en prognos för hur stora över- eller underskott banksystemet i genomsnitt beräknas få i sina betalningar gentemot Riksbanken under kommande vecka. Banksystemets över- och underskott avspeglas alltid i förändringar i Riksbankens balansräkning. Om allmänheten ökar sin efterfrågan på sedlar sker detta via bankerna. När bankerna rekvirerar sedlar uppstår ett likviditetsunderskott som måste finansieras i Riksbanken. Likviditetsprognosen utgår därför från förväntade förändringar i balansräkningens olika poster. Summan av de prognosticerade förändringarna kommer att ge besked om storleken av den penningpolitiska repan (eller i förekommande fall emissionen av certifikat).

Posterna på tillgångsidan är relativt enkla att prognosticera då förändringar-

<sup>12</sup> Den inhemska värdepappersportföljen användes tidigare för att intervensera på den svenska räntemarknaden i syfte att påverka olika löptider på avkastningskurvan. Portföljen har även använts till att understödja den framväxande svenska repomarknaden. I takt med en alltmer välfungerande räntemarknad har det penningpolitiska behovet av en inhemsk värdepappersportfölj minskat.

Figur 4. Riksbankens balansräkning per den 31 december 2000

Tillgångar	Miljoner kronor	Skulder	Miljoner kronor
Guld- och valutareserv (netto)	159 444	Utelöpande sedlar och mynt	97 663
Refinansieringstransaktioner (penningpolitiska repor och finjusteringar)	43 156	Inlåningsfacilitet	108
Utlåningsfacilitet	48	Övriga skulder	1 391
Inhemska värdepapper	20 728	Resultatutjämningsfond	42 193
Övriga tillgångar	1 276	Eget kapital	62 988
Totalt	224 652	Årets resultat	20 309
		Totalt	224 652

Anm. Tillgångar och skulder i utländsk valuta redovisas netto.

na normalt är initierade av Riksbanken.<sup>13</sup> Förändringar i guld- och valutareserven uppstår när Riksbanken köper och säljer valuta på marknaden för statens räkning; Riksbanken fungerar nämligen som statens bank när det gäller valutaväxling. Förändringar på grund av interventioner på valutamarknaden kan också förekomma, men sådana är sällsynta.<sup>14</sup> Förändringar i portföljen med värdepapper denominerade i kronor uppstår vid kupongförfall och när värdepapperen förfaller till slutbetalning. Förändringar i posten kan även ske om nya värdepapper köps på sekundärmarknaden men detta förekommer numera normalt inte.

På skuldsidan är det normalt endast förändringar i mängden utelöpande sedlar och mynt som behöver prognosticeras. Minskningar eller ökningarna i denna post initieras av allmänheten och kan därför inte, åtminstone på kort sikt, kontrolleras av Riksbanken. Allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt uppvisar ett tydligt och stabilt säsongsmönster. Efterfrågan ökar markant inför större helger som exempelvis julhelgen men även i samband med lönehelger. Posten är således lätt att prognosticera.<sup>15</sup> Övriga poster på såväl tillgångs- som skuldsidan uppvisar endast mycket små och förutsägbara förändringar, exempelvis utbetalningar till staten i samband med vinstutdelning. Detta sker en gång per år.

När alla förändringar i de olika posterna har prognosticerats och summerats framkommer hur mycket likviditet Riksbanken måste tillföra eller dränera banksystemet.

Som vi tidigare har konstaterat kan bankerna ha ett så kallat strukturellt likviditetsunderskott eller likviditetsöverskott gentemot centralbanken. Likviditetsunderskottet i det svenska banksystemet uppgick den 31 december 2000 till drygt

<sup>13</sup> Sedan mitten av 1994 har staten inte längre upplåningsrätt och placeringsrätt över natten i Riksbanken. Statens egen likviditetshandling sker via konton i affärsbankerna.

<sup>14</sup> Valutareserven kan också öka på grund av räntekomster från valutareserven. Det sker dock ingen effekt på kronlikviditeten i banksystemet.

<sup>15</sup> Komplexiteten i prognosarbetet ökar om sedlarnas räntekänslighet för reporänteförändringar beaktas. Riksbanken bortser dock från sedlarnas räntekänslighet i prognosarbetet och beaktar endast säsongsmönstret. Skälet är att Riksbanken genomför dagliga finjusteringar vilket ställer lägre krav på precisionen i de veckovisa prognoserna.

43 miljarder kronor och utgjorde därför också storleken på den penningpolitiska repån. Figur 5 visar hur olika poster bidrog till detta likviditetsunderskott.

Figur 5. Beräkning av banksystemets strukturella likviditetsposition per den 31 december 2000

	Miljarder kronor
Sedlar och mynt	98
Inlåningsfacilitet	0
Övriga skulder	1
Eget kapital och resultatutjämningsfond	105
Årets resultat	20
Guld- och valutareserv (netto)	-159
Utlåningsfacilitet	0
Inhemskt värdepapper	-21
Övriga tillgångar	-1
<b>Banksystemets likviditetsposition, tillika storleken på den penningpolitiska repån eller storleken på de emitterade certifikaten</b>	<b>43</b>

Anm. Siffrorna är hämtade från Riksbankens balansräkning per den 31 december 2000.

Tabellen visar att det för närvarande råder ett underskott på likviditet i det svenska banksystemet. Detta tillgodoser Riksbanken via utlåning till bankerna via penningpolitiska repor. Om summeringen i stället hade resulterat i ett negativt tal hade ett likviditetsöverskott i banksystemet existerat och Riksbanken hade emitterat certifikat. Detta var exempelvis fallet i det svenska banksystemet från 1993 fram till våren 1997.

## STEG 2. GENOMFÖRANDET AV DEN VECKOVISA ÖPPNA MARKNADSOPERATIONEN

Efter att prognosen är gjord genomför Riksbanken en öppen marknadsoperation. Efter att prognosen är gjord genomfördes Riksbanken en öppen marknadsoperation. Denna görs som en penningpolitisk repa när det råder ett strukturellt likviditetsunderskott i banksystemet och som emission av certifikat när det råder ett strukturellt likviditetsöverskott. Annonseringen sker klockan 09.30 varje tisdag och informerar om typ av operation (penningpolitisk repa eller emission av certifikat), löptid, reporänta samt minimi- och maximibud.

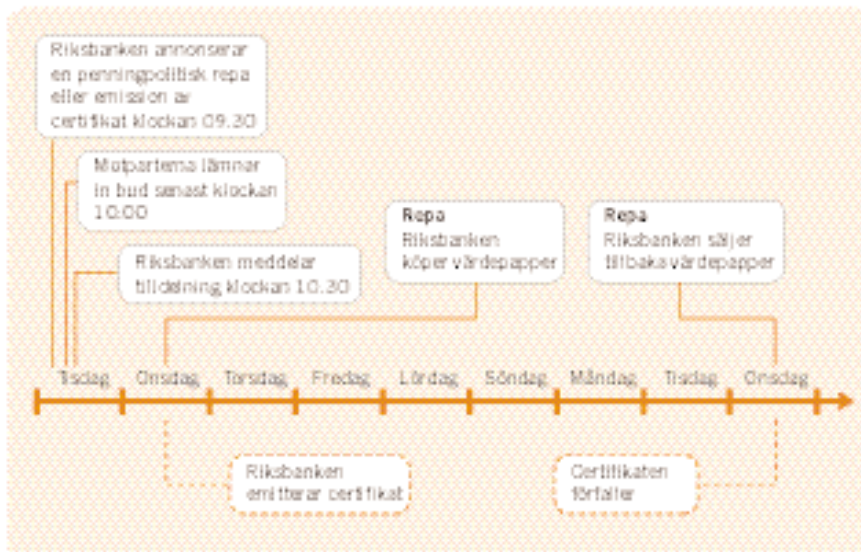
Riksbanken tillämpar ett auktionsförfarande till fast ränta, reporäntan. Riksbanken tillämpar ett auktionsförfarande till fast ränta<sup>16</sup> det vill säga reporäntan. Det minsta en motpart får bjuda är 0,2 miljarder kronor och det största budet en motpart får lämna in är 15 miljarder kronor. Löptiden är normalt en vecka.

Det är Riksbankens motparter, de så kallade primary dealers, som har rätt

<sup>16</sup> Motparterna bjuder endast hur mycket likviditet de vill ha (alternativt hur mycket de vill sälja) till det förannonserade priset. Alternativt kan operationen göras till variabel ränta. Med detta menas att motparterna bjuder både hur mycket likviditet de vill ha (alternativt hur mycket de vill sälja) och till vilket pris.



Figur 6. Tidsschema vid Riksbankens refinansieringsoperationer eller emission av skuldcertifikat



att bjuda i den veckovis öppna marknadsoperationen.<sup>17</sup> Motparterna ska lämna in bud till Riksbanken före klockan 10.00. Fördelningen sker därefter enligt en tilldelningsprocent för respektive bank. Den beräknas som respektive banks andel av den sammantagna budvolymen. Om de bud som de penningpolitiska motparterna lämnar understiger den av Riksbanken tänkta tilldelningen finjusteras likviditetsbehovet enligt den princip som vi beskriver i steg 3 nedan.

Resultatet av auktionsförfarandet meddelas därefter till marknaden klockan 10.30 och bankerna erhåller likviditeten (alternativt placerar likviditet) kommande dag, det vill säga normalt på onsdagar då föregående veckas operation samtidigt förfaller. Figur 6 visar de olika stegen vid genomförande av en refinansieringsoperation. Figuren visar även stegen för emission av certifikat.

---

Det är Riksbankens motparter, så kallade primary dealers, som har rätt att bjuda i den veckovis öppna marknadsoperationen.

---



---

Resultatet av den penningpolitiska repa meddelas klockan 10.30 och bankerna erhåller likviditeten (alternativt placerar likviditet) kommande dag.

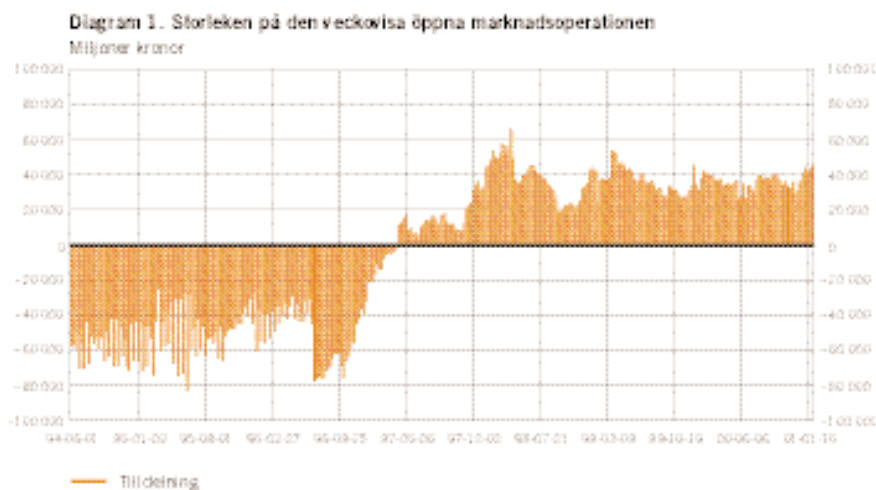
---

<sup>17</sup> För närvarande är sju institut primary dealers på räntemarknaden.

Under perioden juli 1994 till maj 1997 emitterade Riksbanken certifikat då banksystemet hade ett strukturellt överskott på likviditet. Därefter har banksystemet haft ett strukturellt underskott på likviditet (se diagram 1).

### STEG 3. STÄNGNING AV BETALNINGSSYSTEMET OCH STABILISERING AV DAGSLÅNERÄNTAN

Under varje enskild dag sker stora flöden av betalningar i kronor mellan bankerna genom Riksbankens betalningssystem, RIX.<sup>18</sup> Under- eller överskott uppstår löpande mellan deltagarna i betalningssystemet dels under dagen, dels vid slutet av dagen. Innan betalningssystemet stänger avläser Riksbanken banksystemets ställning på avvecklingskontona som helhet. Det kan då visa sig att banksystemet som helhet har likviditetsöverskott (placeringsbehov i Riksbanken) eller likviditetsunderskott (lånebehov i Riksbanken). Banksystemets sammantagna behov kan varje enskild dag variera, framförallt för att prognoserna över hur mycket likvidi-



Anm. Under perioden fram till mitten av april 1997 rådde det ett strukturellt likviditetsöverskott på marknaden vilket drogs in med emission av certifikat. Därefter har det förekommit ett strukturellt likviditetsunderskott i banksystemet.  
Källa: Riksbanken.

<sup>18</sup> Stora betalningar i svenska kronor hanteras i RIX, som är ett betalningssystem som Riksbanken ansvarar för. Varje deltagare har ett konto i Riksbanken som debiteras eller krediteras när betalningar genomförs. En bank som skickar iväg en betalning till en annan bank minskar behållningen på sitt konto när kontot debiteras medan den bank som tar emot pengarna ökar sin behållning.

tet som ska tillföras eller dras in från banksystemet är gjorda för ett genomsnitt under en veckoperiod, men även på grund av prognosfel.

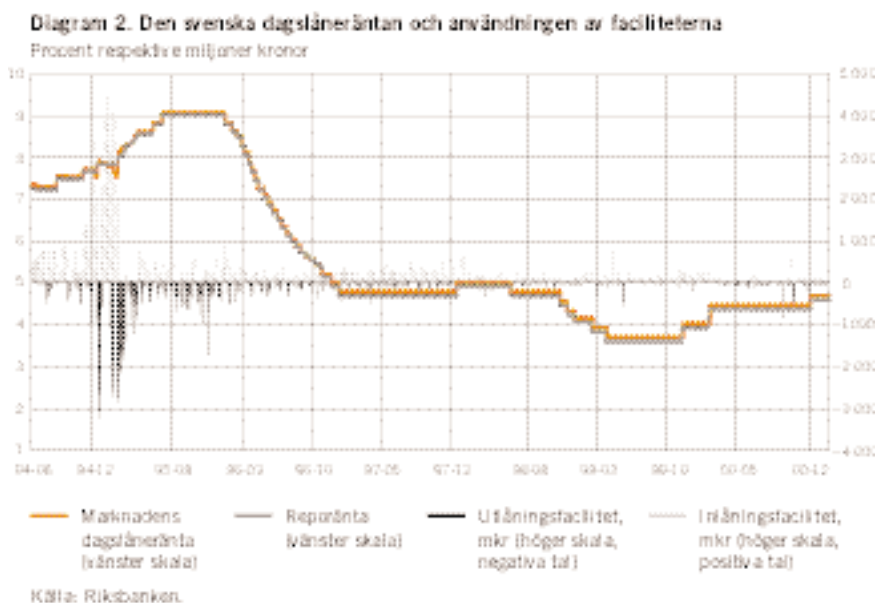
I syfte att stabilisera dagslåneräntan nära reporäntan justerar Riksbanken dagligen bankernas ställning gentemot Riksbanken så att banksystemet som helhet inte ska behöva utnyttja faciliteterna. Finjusteringarna görs till reporäntan plus 10 räntepunkter om bankerna behöver likviditet och minus 10 räntepunkter om bankerna behöver placera likviditet. Att finjusteringen görs till reporäntan  $\pm 10$  räntepunkter syftar till att skapa incitament för banksystemet som helhet att bjuda i de veckovisa öppna marknadsoperationerna.

Användningen av inlåningsfaciliteten respektive utlåningsfaciliteten har sedan juni 1994 till idag i genomsnitt uppgått till drygt 200 miljoner kronor (se diagram 2). De senaste två åren har emellertid användningen i respektive facilitet minskat och endast uppgått till drygt 50 miljoner i genomsnitt eller 0,1 procent av det strukturella underskottet under dessa år. Volatiliteten i dagslåneräntan har varit mycket låg och den följer reporäntan mycket nära. Under en kort period i slutet av 1994 och början av 1995 genomfördes inga finjusteringar, vilket ökade användningen av faciliteterna avsevärt med en mer volatil dagslåneränta som följd.

---

I syfte att stabilisera dagslåneräntan nära reporäntan justerar Riksbanken dagligen bankernas ställning gentemot Riksbanken så att banksystemet som helhet inte ska behöva utnyttja faciliteterna.

---



# Är Riksbankens penningpolitiska styrsystem ändamålsenligt?

I artikeln har vi konstaterat att flertalet centralbanker i ekonomier med välutvecklade finansiella marknader siktar på att påverka räntebildningen i ekonomin utan att ta särskilt sikte på de direkta effekterna på penningmängden. Rätten att bestämma villkoren för hur bankerna kan placera eller finansiera över- och underskott i sina betalningar i centralbanken vid dagens slut samt möjligheten att via marknadsoperationer bestämma banksystemets samlade likviditetsbehov, är det som gör att centralbanken i praktiken kan kontrollera dagslåneräntan.

---

Skillnaderna i olika centralbankers styrsystem är ofta historiskt betingade.

---

In- och utlåningsvillkoren, de instrument som utnyttjas och den praxis som gäller för centralbankens likviditetspåverkande marknadsoperationer utgör ramverket för central-

bankens operativa räntestyrning och har här kallats det penningpolitiska styrsystemet. Det finns, som vi visat, olika sätt att utforma ett styrsystem och vi har i artikeln valt att beskriva två huvudtyper. Skillnaderna i olika centralbankers styrsystem är emellertid ofta historiskt betingade och speglar sällan skillnader i bedömningar av vilka mekanismer som verkar eller av vad som är effektivt i vidare mening.

Avslutningsvis vill vi redovisa några av de överväganden som legat bakom den konkreta utformningen av Riksbankens styrsystem samt kortfattat diskutera om det finns några starka skäl att förändra någon del i systemet. En central egenkap för ett penningpolitiskt styrsystem är att det ska kunna *styra den ränta centralbanken siktar på*. För att vara ändamålsenligt utan onödiga marknadsingrepp ställs också andra krav. Här nöjer vi oss med att lyfta fram några. Det sätt centralbanken valt att styra räntan på ska inte skapa onödiga kostnader för likviditetshanteringen i ekonomin. Motparter för penningpolitiken och deltagare i betalningssystemet måste vidare väljas så att räntebildningen fungerar effektivt. Räntestyrningen i sig ska inte skapa onödig osäkerhet om utvecklingen av dagslåneräntan. Utformningen av systemet ska inte heller i onödan påverka allokering av sparat mellan olika instrument.

När Riksbankens nuvarande styrsystem utformades fanns en ambition att undvika inslag som hade karaktären av beskattning som till exempel kassakrav utan ränteersättning. Därför valdes ett system där in- och utlåningsfaciliteterna sätter gränserna för dagslåneräntan. Systemet har kommit att tillämpas på så sätt att dagslåneräntan styrs så att den följer Riksbankens reporänta mycket nära. Visserligen är det troligt att det är de något längre räntorna och de räntor allmänhe-



ten möter som är viktiga för penningpolitikens genomslag på inflationen. Men som vi slog fast i tidigare avsnitt påverkar förväntningar om dagslåneräntan räntebildningen i hela ekonomin. Fluktuationer i dagslåneräntan utgör sannolikt inget problem så länge de inte skapar onödig osäkerhet om ränteutvecklingen på lite längre sikt. För att undvika risken för osäkerhet och då kostnaderna för att hålla dagslåneräntan stabil runt reporäntan har ansetts låga, har Riksbanken valt att stabilisera dagslåneräntan.

Vissa delar i Riksbankens penningpolitiska styrsystem skulle kunna utformas annorlunda utan att styrbarheten av dagslåneräntan påverkas negativt. Det gäller till exempel avståndet mellan in- och utlåningsräntan, den så kallade korridorbredden. Med

en mycket smal korridor skulle visserligen dagslåneräntan styras effektivt, men samtidigt skulle Riksbanken överta mycket av den riskomfördelning som sker på daglånemarknaden idag. Hur bred korridor som behövs för att bankerna i första hand ska välja att utjämna obalanser på daglånemarknaden är osäkert, men sannolikt behövs inte lika stort avstånd som idag. Eftersom Riksbanken styr likviditeten så att banksystemet mycket sällan behöver utnyttja in- och utlåningsmöjligheterna leder dock den breda korridoren knappast till någon kostnad för systemet som helhet.

Styrbarheten av dagslåneräntan är inte heller beroende av att Riksbanken genomför en regelbundet återkommande likviditetsjusterande operation en gång i veckan via repor eller emittering av certifikat. Löptiden och frekvensen är ursprungligen valda för att

man tidigare ville ha möjlighet att ändra reporäntan varje vecka. Efter det att den nya riksbankslagstiftningen trädde ikraft i början av 1999 fattas de penningpolitiska besluten av Riksbankens direktion. Beslut om ränteförändringar tas vid ett penningpolitiskt möte som normalt hålls mellan sex och åtta gånger per år. Repo-perioden motiveras därför nu knappast av behovet att ändra räntorna varje vecka. Fördelarna med längre löptider och mindre frekventa regelbundna likviditetsjusterande marknadsoperationer är dock inte uppenbara. Om man inte vill acceptera stora fluktuationer i dagslåneräntan skulle till exempel de finjusterande operationerna bli större.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att det system som Riksbanken tillämpar fungerar väl. Men även om det just nu inte finns några uppenbara och stora

---

Vissa delar i Riksbankens penningpolitiska styrsystem skulle kunna utformas annorlunda utan att styrbarheten av dagslåneräntan påverkas negativt.

---

---

Styrbarheten av dagslåneräntan är inte beroende av att Riksbanken genomför likviditetsjusterande operationer med viss löptid och frekvens.

---



---

Sammanfattningsvis kan vi  
konstatera att det system som  
Riksbanken tillämpar fungerar väl.

---

ineffektiviteter, finns det som vi här pekat på, många delar som inte självklart behöver se ut som idag. Förändringstakten på de finansiella marknaderna är dock hög vilket gör det viktigt att löpande utvärdera utformningen och tillämpningen av Riksbankens styrsystem.



## Referenser

- BIS, (1997), "*Implementation and Tactics of Monetary Policy*", Conference paper Vol. 3, March.
- Borio, C. E. V., (1997), "The implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A survey", *BIS Economic Papers*, No 47, July.
- Dornbusch & Fischer, (1994), "*Macroeconomics*".
- ECB, (1999), *Månadsrapport*, januari och februari.
- Federal Reserve Bank of NY, (2001a), "*Understanding Open Market Operations*", January.
- Federal Reserve Bank of NY, (2001b), "*US Monetary Policy and Financial Markets*", January.
- Friedman, B. M., (1999), "The Future of Monetary Policy: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps?", *International Finance*, 2:3.
- Friedman, B.M., (2000), "The role of interest rates in Federal Reserve Policymaking", National Bureau of Economic Research, Working Papers 8047, December.
- Gray, S. & Glenn, H., (1996), "*Introduction to Monetary Operations*", Bank of England.
- Marquis, H.M., (2000), "*Bank credit versus nonbank credit and the supply of liquidity by central bank*", paper presented at the Riksbank's Workshop on "Challenge in Modern Central Banking", January.
- Marquis, M., (1996), "*Monetary Theory and Policy*".
- Sveriges riksbank, (2000), *Lagen om Sveriges riksbank* (1988:1385).