

Riksbankens räntestyrningssystem 1885–2018

Peter Sellin*

Författaren är senior rådgivare på Riksbankens avdelning för marknader

I denna artikel studerar vi hur Riksbankens system för att styra ränteläget i ekonomin med olika sorters penningpolitiska instrument har förändrats över tiden. Vi visar hur dessa förändringar har drivits av förändringar i Riksbankens omgivning såväl som av de ambitioner Riksbanken har haft med den förda penningpolitiken.

1 Introduktion

Ett *räntestyrningssystem* utgörs av de penningpolitiska instrument, motparter och säkerheter för kredit som en centralbank använder för att styra ränteläget i ekonomin. Vilka av dessa som används beror framför allt på den omgivning som centralbanken verkar i. När omgivningen förändras är det nämligen naturligt att centralbanken kan behöva reformera räntestyrningssystemet. Under perioden 1885–2018 har Riksbanken använt sig av fyra olika räntestyrningssystem:

- 1885–1961: Diskontosystemet
- 1961–1985: Straffräntesystemet
- 1985–1994: Rântetrappan
- 1994–2018: Rântekorridoren

En viktig fråga som behandlas nedan är vilka anledningar Riksbanken har haft till att byta räntestyrningssystem. En annan fråga som vi tar upp är vilka räntor Riksbanken har försökt styra under olika perioder och varför man har valt just dessa räntor. En tredje fråga är vilka instrument, motparter och säkerheter Riksbanken har använt för att styra räntorna och hur instrumenten har använts. För att ge svar på den sista frågan har även vissa historiska skeenden relaterats som åskådliggör hur Riksbanken har agerat i olika situationer. Vi ger dock inte någon komplett historisk översikt, utan avsikten har endast varit att illustrera hur vissa instrument tillämpats.¹

Fokus i denna artikel ligger på Riksbankens räntestyrningssystem. Av den anledningen behandlas inte de olika växelkurssystem som använts under perioden i någon detalj. Under större delen av perioden 1885–2018 har Sverige haft någon form av fast växelkurssystem, se Diagram 1.² Vi behandlar inte heller det omfattande regleringssystemet efter andra världskriget fram till avregleringen 1985 utförligt. Det går förstås inte att helt förbise dessa system, men de behandlas endast i den utsträckning som de interagerar med räntestyrningssystemet.

Vi går igenom vart och ett av de fyra räntestyrningssystem som Riksbanken har använt sig av och förklarar hur de har fungerat. En sådan detaljerad och samlad redogörelse för

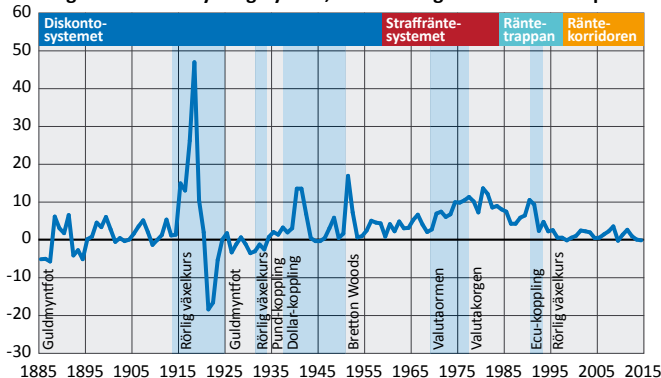
* Jag vill tacka Heidi Elmér, Henrik Gardholm, Joanna Gerwin, Antti Koivisto, David Kjellberg, Per Kvarnström, Mathias Magnusson, Marianne Nessén, Jan Schüllerqvist och Per Åsberg Sommar för kommentarer, diskussioner och annat bistånd samt Mira Barkå och Anna-Lena Lindström för hjälp med att gräva fram historiskt material.

1 För en genomgång av Riksbankens 350-åriga historia, se Fregert 2018 och Wetterberg 2009.

2 Se Lobell 2010 och Bohlin 2010 för en redogörelse för Sveriges olika växelkursregimer, samt Berg och Jonung 1998 och Carlsson 2011 för experimentet med rörlig växelkurs och prisnivåmål på 1930-talet.

Riksbankens räntestyrningssystem har inte tidigare publicerats.³ Avslutningsvis sammanfattar vi och drar några generella slutsatser från genomgången. Vi försöker oss även på att blicka framåt och ställer oss frågan om det nuvarande räntestyrningssystemet behöver reformeras.

Diagram 1. Räntestyrningssystem, växelkursregim och inflation i procent



Källor: Bohlin 2010, Edvinsson och Söderberg 2010, Lobell 2010, Sveriges riksbank och Statistiska Centralbyrån

2 Diskontosystemet 1885–1961

Vi börjar vår studie av Riksbankens räntestyrningssystem år 1885, eftersom Riksbanken enligt Fregert (2018, s. 112) från och med detta år började rediskontera de privata bankernas växlar och den penningpolitik han beskriver innan dess knappast kan karaktäriseras som en utpräglad räntepolitik. Genom rediskonteringen av växlar, vilket innebar att Riksbanken löste in växlarna mot sedlar, kan man säga att Riksbanken blev en bankernas bank. Det verkar då rimligt att tala om ett *räntestyrningssystem*.

Diskontosystemet fungerade från och med 1885 på så sätt att de varuväxlar som affärsbankernas kunder diskonterade, det vill säga löste in mot sedlar, i banken vid behov kunde rediskonteras i Riksbanken. Riksbankschef Arnberg förespråkade den så kallade real bills-doktrinen (real bills = affärsväxlar) när han talade om de tillgångar som borde accepteras vid rediskonteringen: Banken ”måste i huvudsak inskränka dessa till ett enda slag af papper, nämligen till af industriens och handelns affärstransaktioner alstrade betalningslöften inom kort tid eller hvad man kallar i dagligt tal affärsvexlar, d.v.s. till grund för hvilka ligger en afslutad köpmannaaffär. *Bankens egentliga verksamhet består deri att mot sådana betalningslöften utvexla sina sedlar, ...*” (Arnberg, 1886, s.87, min kusivering). För affärsbankerna utgjorde därför en portfölj med rediskonterbara växlar ett attraktivt alternativ till att hålla en likviditetsreserv i form av kassamedel. Växlarna löstes in hos Riksbanken mot sedlar till ett värde som understeg deras nominella värde. Därmed fick banken betala en implicit ränta – *diskontot*. Enligt Wetterberg (2009, s. 216–218) använde Riksbanken diskontopolitiken för första gången i samband med Baring-krisen 1890.⁴ Krisen hade resulterat i ett högre internationellt ränteläge vilket ledde till stor efterfrågan på relativt billig utlåning och rediskontering av växlar i Riksbanken. Fullmäktige höjde då på kort tid diskontot från 4 till 6 procent, se Diagram 2. Diskontopolitiken hade därmed ersatt det så kallade strypsystemet. Hade man följt det som man gjort i tidigare praxis skulle man ha strypt utlåningen och vägrat rediskontera växlar i stället för att höja räntan. I England, Frankrike och Danmark hade diskontopolitiken slagit igenom redan på 1860-talet.

³ Räntetrappan finns beskriven av Norgren (1986), Westman Mårtensson (1992) och räntekorridoren av Hörngren (1994), Mitlid och Vesterlund (2001), Otz (2005) och Sellin och Åsberg Sommar (2012, 2014). De huvudsakliga källorna i övrigt utgörs av Kock 1961 och 1962, Jonung 1993, riksbanksfullmäktiges årliga förvaltningsberättelser till Sveriges riksdag (1978–1989), SOU 1982:52, Sveriges riksbank (1986, 1988) samt årliga redogörelser för penningpolitiken i Riksbankens tidskrift Penning- och valutapolitik.

⁴ Diskontopolitik har tillämpats tidigare enligt Ögren (1995), som studerat perioden 1869–1881.

Man kan i och för sig ifrågasätta hur effektiv diskontopolitiken var innan Riksbanken fick monopol på sedelutgivning från och med år 1904. Dessförinnan fanns det så kallade enskilda banker som hade sedelutgivningsrätt och inte alltid var beroende av att kunna rediskontera växlar i Riksbanken i och med att de tidvis hade en stor "kassareserv" i form av den outnyttjade delen av sin rätt att ge ut nya sedlar. Bankdirektör A.O. Wallenberg gav sin syn på effektiviteten i Riksbankens diskontopolitik: "De stora bankinstitutionerna i andra länder kunna med sin kapitalstyrka influera på penningmarknaden och höja eller sänka räntefoten allt efter omständigheterna. Nu är riksbanken icke så kapitalstark, att den kan göra detta, och därför önska de, som der hafva makten, att få uteslutande befalla öfver rörelsemedlen". (Wallenberg, 1885, s. 183). Den senaste bankkommittén hade just presenterat sitt förslag att ge Riksbanken sedelmonopol, vilket Wallenberg motsatte sig.

Om Riksbanken skulle få ett sedelmonopol eller inte blev en segdragen fråga under slutet av 1800-talet. Men den 12 maj 1897 bestämdes slutligen att Riksbanken skulle vara ensam sedelutgivande bank. De vid denna tid 27 enskilda sedelutgivande bankerna, med en sedelcirkulation som uppgick till hälften av den då cirkulerande sedelmängden, fick rätt att fortsätta med sedelutgivning till utgången av år 1903. Som kompensation för förlusten av sedelutgivningsrätten tillhandahöll Riksbanken en förmånlig utlåning till de enskilda bankerna till och med utgången av år 1910. Dessa banker fick rätt att mot reverser och hypotek av vissa obligationer låna hos Riksbanken till en ränta som alltid understeg det gällande diskontot med 2/3 procentenheter.

Om likviditeten var ojämnt fördelad mellan bankerna brukade detta lösas genom lån bankerna emellan. Räntan på interbankmarknaden var vanligen densamma som vid rediskontering av växlar i Riksbanken. Ett interbanklån var dock mer fördelaktigt, eftersom Riksbanken tillämpade en minsta löptid på åtta dagar och räntan måste betalas på hela löptiden även om lånet inlöstes tidigare.⁵ Om banksystemet som helhet behövde likviditet kunde denna tillföras av Riksbanken genom att bankerna rediskonterade växlar eller från och med 1879 upptog lån mot säkerhet i obligationer.⁶ Det senare var dock mindre vanligt fram till 1930-talet, när det i stället blev det vanligaste sättet att låna från Riksbanken.

I samband med första världskriget återkom frågan om diskontopolitikens effektivitet. Efter krigsutbrottet i juli 1914 ökade efterfrågan på svenska varor från båda de krigförande sidorna, vilket ledde till en mycket stark konjunktur. Men i stället för att höja diskontot för att strama åt kreditgivningen sänkte Riksbanken diskontot i januari 1915 och igen i maj 1916. Detta föranledde en svidande kritik från en av de ledande nationalekonomerna, Gustav Cassel, som menade att med en kraftfull diskontopolitik hade Riksbanken kunnat bromsa utvecklingen. Riksbankschefen var däremot av åsikten att diskontohöjningar inte skulle vara tillräckligt verkningsfulla i det rådande klimatet. Stora affärsrörelser som såg stora vinstmöjligheter skulle inte låta sig påverkas av några procentenheters högre diskonto, menade han, medan mindre aktörer skulle ha tagit stor skada.⁷ Den redan starka konjunkturen fortsatte att förstärkas ännu mer, vilket fick till följd att Riksbanken till sist fick falla till föga och höja diskontot i flera omgångar med början i november 1916 från 5 till 7 procent, se Diagram 2.⁸ Man vågade dock inte höja diskontot till sådana nivåer som skulle ha haft en verkligt åtstramande effekt på ekonomin. Resultatet blev en extremt hög inflation på över 40 procent under det sista krigsåret, se Diagram 1. Riksbanken reagerade genom att i september 1918 uppmana affärsbankerna att visa återhållsamhet vid kreditgivningen och hotade med att dra in rediskonteringsrätten om direktiven inte följdes.

I samband med högkonjunkturen 1936–1937 fick Riksbanken ett nytt penningpolitiskt instrument till sitt förfogande, återigen med hänvisning till att diskontopolitiken ansågs för ineffektiv. Riksdagen beslöt 1937 att fullmäktige i Riksgälden skulle bemyndigas att ställa

5 Kock 1961, s. 19–20.

6 År 1879 infördes statlig belåning av järnvägsobligationer för att öka likviditeten inom banksystemet, se Larsson 1993.

7 Se Cassel 1916 för meningsutbytet mellan Cassel och riksbankschef (förste deputerad i riksbanksfullmäktige) Victor Moll vid Nationalekonomiska föreningens sammanträde den 26 september 1916.

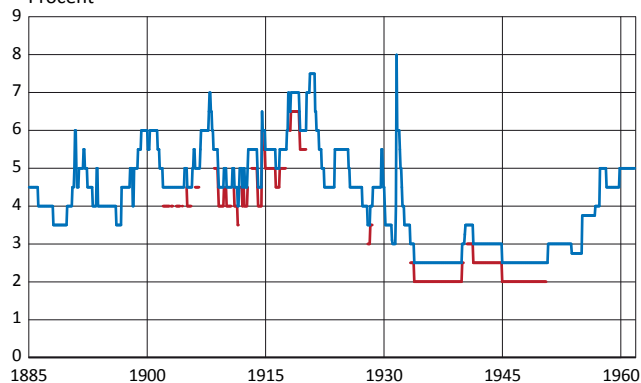
8 Se Wennerberg 1924 för en utförlig redogörelse för Riksbankens diskontopolitik under och efter första världskriget.

skattkammарväxlar och andra skuldförbindelser till Riksbankens förfogande för att användas i penningpolitiken. Bakgrunden var att den kraftiga ökningen av bankernas tillgodohavanden hos Riksbanken till följd av de goda tiderna skulle leda till att en diskontohöjning blev relativt verkninglös som åtstramande instrument. Som ett komplement tänkte man sig då att Riksbanken skulle kunna sälja obligationer och skattkammарväxlar för att dra in medel från marknaden och på det viset pressa upp räntorna.⁹

2.1 Riksbankens returdiskonto

Ett nytt instrument i Riksbankens verktygslåda introducerades 1893 i form av ett *returdiskonto*.¹⁰ Returdiskontot var vanligen på en halv procentenhet och betalades tillbaka efter varje års slut. Därmed kunde de privata banker som hade rediskonteringsavtal med Riksbanken rediskontera sina affärsväxlar till ett diskonto som var lägre än det officiella diskontot, se Diagram 2. När det tillämpades var det till det officiella diskontot minus returdiskontot som bankerna kunde rediskontera sina växlar i Riksbanken.

Diagram 2. Riksbankens diskonto och returdiskonto 1885–1961
Procent



Källa: Sveriges riksbank

Riksbanken kunde ändra returdiskontot utan samband med någon förändring i det officiella diskontot. I så fall betraktades det som en signal från Riksbanken sida, som kunde tolkas antingen som att bankerna utan att ändra räntorna borde anpassa sin kreditpolitik eller att det officiella diskontot skulle komma att ändras inom en snar framtid.¹¹ Det vanliga mönstret blev att Riksbanken vid en åtstramning först tog bort rätten till returdiskonto för att några veckor senare höja det officiella diskontot. När Riksbanken i stället ville lätta på penningpolitiken återinförde man först returdiskontot för att några veckor senare sänka det officiella diskontot. Ett exempel på detta ger följande citat från Svenska Dagbladet den 9 november 1905:

”Om någon ytterligare förhöjning skall blifva nödvändig veta vi icke, men riksbanken har redan gifvit en första varningssignal, i det att den i slutet af förra veckan upphäfvde det returdiskonto af $\frac{1}{2}$ proc., som riksbanken plägar medgifva de privata banker, som hafva rediskonteringsaftal med densamma, därvid dock såsom alltid undantagande den speciella rediskonteringsränta, som enligt § 41 i lagen om Sveriges riksbank tillkommer de f.d. sedelutgifvande bankerna”.

För sina bästa kunder brukade affärsbankerna diskontera växlar till Riksbankens officiella diskonto. Detta innebar att när Riksbanken tog bort rätten till returdiskonto så diskonterade bankerna dessa växlar utan att göra någon förtjänst på affären.

⁹ Se Kock 1961, s. 166.

¹⁰ Se Häfors 1995, s. 10.

¹¹ Se Kock 1961, s. 22.

De privata bankerna brukade vanligen följa Riksbankens förändringar i diskontot, vilket följande citat från Svenska Dagbladet den 6 juni 1908 illustrerar:

”Med anledning av riksbankens räntenedsättning sammanträdde på fredagen i Sundsvalls enskilda banks härvarande lokal på kallelse af vice ordföranden i bankernas syndikat, bankdirektören K.A. Wallenberg, ombud för de privata bankerna med kontor i hufvudstaden. Därvid beslöts att med ½ procent nedsätta såväl växeldiskonto, lånesatser och kreditivränta som inlåningsräntor”.

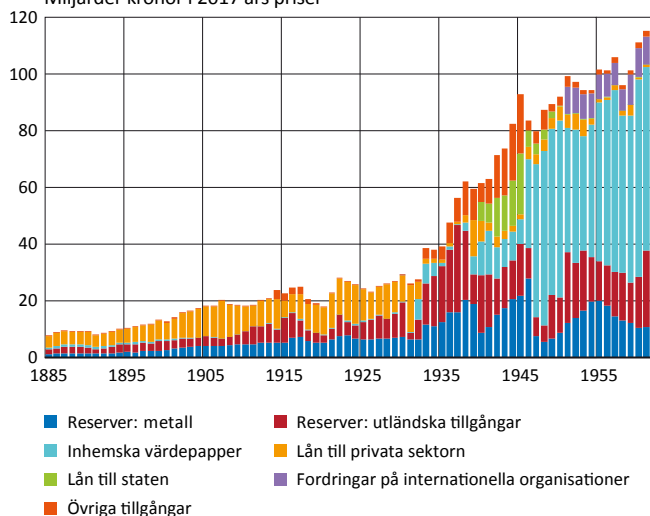
Vid några tillfällen uppstod det dock problem med följsamheten i och med att sparbankerna inte alltid var villiga att sänka sina inlåningsräntor. När så blev fallet ledde det till att även affärsbankerna tvekade att sänka sina inlåningsräntor, eftersom de hade börjat konkurrera med sparbankerna om spararnas pengar. Sparbankerna såg det som sin uppgift att främja sparandet i landet och höll därför relativt höga inlåningsräntor för att stimulera sparandet.

Under perioden 9 april 1920 till 1 januari 1927 tillämpade Riksbanken inte något returdiskonto. Returdiskontot gjorde en kort återkomst 2 januari till 30 april 1928 innan det mer varaktigt åter kom till användning den 1 juni 1933. Den 6 juni 1952 övergick Riksbanken till att använda sig av ett rörligt returdiskonto som anpassades efter marknadsläget.

2.2 Lågräntepolitiken

Diskontopolitiken efter andra världskriget kom att präglas av en utpräglad lågräntepolitik, där diskontot parkerades på en låg nivå. Framför allt gällde detta den långa räntan, som stabiliserades på en låg nivå genom köp av statspapper. Bakgrunden var att bankerna under andra världskriget hade byggt upp sina innehav av statsobligationer. Efter krigsslutet började bankerna sälja ut sina obligationsinnehav och i stället öka sin utlåning, vilket satte press uppåt på räntorna. Riksbanken blev då tvungen att stödköpa obligationer för att uppnå målet att stabilisera räntan på nivån som rådde vid krigsslutet. I Diagram 3 kan man tydligt se hur storleken på posten inhemska värdepapper ökar dramatiskt från och med år 1946. Syftet med att hålla räntorna på en låg nivå (under marknadsränta) var att gynna statens och framför allt bostadssektorns finansiering. Det fanns även en uppfattning att räntepolitik inte var det bästa vapnet mot inflationen, utan finanspolitik och direkta regleringar ansågs mer effektiva och ändamålsenliga. Lågräntepolitiken varade till oktober 1954, medan stödköpspolitiken varade av och till fram till våren 1963.

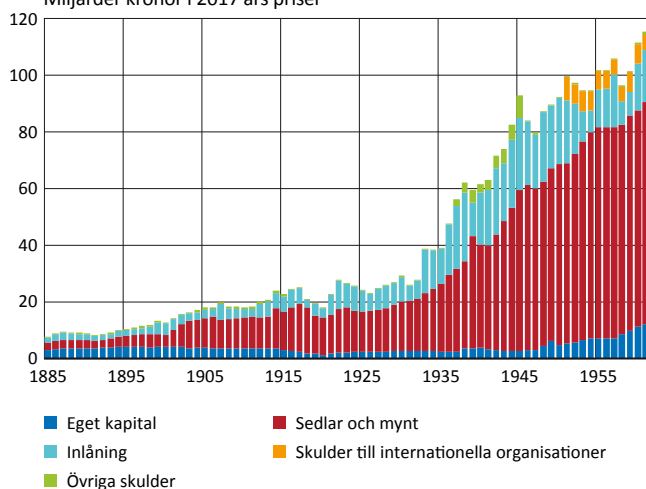
Diagram 3. Riksbankens tillgångar 1885–1961
Miljarder kronor i 2017 års priser



Källa: Sveriges riksbank

Diagram 4. Riksbankens skulder och eget kapital 1885–1961

Miljarder kronor i 2017 års priser



Källa: Sveriges riksbank

Det inträffade periodvis också att Riksbanken blev tvungen att sälja obligationer för att förhindra en nedgång i den långa räntan. Ett exempel är mot slutet av 1945 då förväntningar om en räntesänkning spred sig på marknaden, vilket satte press nedåt på kortfristiga statspapper med löptider som Riksbanken inte brukade köpa och sälja. För att förhindra en press nedåt även på den långa räntan sålde Riksbanken då betydande belopp av obligationer med längre löptid till fast kurs. Ibland försattes Riksbanken i en mycket svår situation på grund av målkonflikter, som exempelvis under åren 1947–1948 då bankoutsiktens och riksdagens direktiv innebar att hålla den långa räntan på 3 procent och samtidigt skapa en stram kreditmarknad. Genom att köpa obligationerna tillförde ju Riksbanken likviditet som gjorde kreditmarknaden lätt, vilket kom i direkt konflikt med den andra delen av direktivet.

Under andra halvåret 1947 började Riksbanken föra en mer differentierad räntepolitik. Man koncentrerade stödköpen till nyare emissioner av långa lån till 3 procents ränta, medan man tillät en friare prissättning av kortare obligationer. Men det rådde inte enighet inom riksbanksfullmäktige om att en friare prissättning var önskvärd. Efter diverse turer, som bland annat ledde till riksbankschefens avgång, fick stödköpspolitiken i november 1948 en ny utformning. Den innebar ett konsekvent och likformigt genomförande av treprocentslinjen i hela räntestrukturen. Under 1950 blev man tvungen att acceptera en viss uppgång i ränteläget för att inte den rådande kreditexpansionen skulle förstärkas. Ränteläget för långa obligationer närmade sig 3,5-procentsnivån och diskontot höjdes den 1 december 1950 för första gången sedan februari 1945, se Diagram 2. Genom begränsade stödköp bröt man förväntningarna om en fortsatt ränteuppgång.

2.3 Regleringssystemet

När Riksbanken inte kunde använda räntevapnet fick man strama åt ekonomin när så behövdes genom frivilliga överenskommelser med affärsbankerna. De överenskommelserna gick ut på att affärsbankerna skulle visa återhållsamhet i sin kreditgivning. Men det gav inte alltid önskad effekt, till exempel fick diskontohöjningen 1950 inte någon kreditåstramande effekt. Så småningom drevs man av nödvändighet mot att försöka dämpa den icke-prioriterade utlåningen (utlåning till annat än staten och bostadssektorn) genom tuffare regleringar. Räntestyruingssystemet kom därmed efter hand att kompletteras med ett *regleringssystem*.¹² Sedan 1940 fanns redan en *valutareglering* på plats som möjliggjorde för

12 Se Larsson och Söderberg (2017) för en historisk genomgång av regleringssystemet.

Riksbanken att styra den inhemska kreditmarknaden utan att behöva ta alltför stor hänsyn till utländskt finansiellt inflytande. Den här regleringen var en förutsättning för de regleringar av den inhemska marknaden som introducerades under 1950-talet.

I november 1951 antog riksdagen en fullmaktslag om räntereglering som gav Riksbanken rätt att fastställa intervall för lägsta och högsta ränta för bankerna. Bankerna var därmed enligt lagen tvungna att anmäla planerade ränteändringar. Dessutom fick företag enligt den nya lagen inte emittera obligationslån utan Riksbankens tillstånd. Denna lag var inspirerad av den prisreglering som gällde under andra världskriget. En fullmaktslag kunde träda i kraft vid behov, och med hot om att sätta lagen i kraft förhandlade Riksbanken fram ”frivilliga” överenskommelser med bankerna.

År 1952 infördes två nya penningpolitiska instrument genom en överenskommelse med bankerna: *likviditetskvoter* och *emissionskontroll* för affärsbankerna. Likviditetskvoterna angav den stipulerade kvoten mellan bankernas likvida medel (kassamedel plus stats- och bostadsobligationer) och deras inlåning och övriga förbindelser. Överenskommelsen ställde högre krav på likviditet än de tidigare bestämmelserna enligt kassareservlagen, som upphävdes. Genom att höja likviditetskvoten kunde Riksbanken tvinga affärsbankerna att köpa fler obligationer och därigenom hålla nere obligationsräntorna och samtidigt begränsa utrymmet för nya krediter. Detta kompletterades med emissionskontrollen som innebar att Riksbankens tillstånd krävdes för att företag skulle få emittera obligationer eller andra värdepapper för att finansiera verksamheten. Emissionskontrollen hade i huvudsak två funktioner. Kontrollen innebar dels en reglering av räntan och övriga emissionsvillkor, dels en resursfördelning genom att den tillgodosåg prioriterade önskemål från statsmakternas sida, som bostadsfinansiering och statsupplåning. Dessa båda regleringar – likviditetskvoter och emissionskontroll – gjorde det möjligt att fortsätta med lågräntepolitiken något år till. Regleringssystemet varade i varierande former fram till 1985.

2.4 Mer flexibel räntesättning

Under början av 1950-talet genomförde Riksbanken vissa förändringar avseende räntesättningen på penningmarknaden. I juni 1952 avskaffade Riksbanken till exempel det fasta diskontot vid rediskontering. Returdiskontot skulle i stället anpassas efter marknadsläget och den aktuella målsättningen för Riksbankens penningpolitik. Denna åtgärd kan ses som ett led i Riksbankens strävan att skapa en viss rörlighet på penningmarknaden. I samband med sänkningen av diskontot i november 1953 uttalade Riksbanken också principen att diskontot skulle vara kopplat till penningmarknaden och endast indirekt påverka de längre räntorna på kapitalmarknaden. Det var ett led i Riksbankens strävan att dela upp marknaden i en penningmarknad och en kapitalmarknad, där den korta räntan kunde vara mer rörlig medan den långa räntan hölls mer fast.

Lågräntepolitiken varade fram till oktober 1954 då riksgäldskontoret i samråd med Riksbanken emitterade ett 16-årigt statligt obligationslån till en ränta på 4 procent för att strama åt penning- och kapitalmarknaden. Det gjorde de efter att ett lån med en ränta på 3,5 procent i oktober inte hade visat sig vara tillräckligt för att strama åt marknaderna tillräckligt. Riksbanken klargjorde att man inte eftersträvade en likformig räntehöjning över hela linjen, utan ville främja dels konkurrens mellan, dels en uppdelning av olika lånetyper på olika grupper av kreditinstitut med differentierade och rörliga räntor. Samtidigt slutade Riksbanken med att notera några andra utlåningsräntor än diskontot, vilket innebar att man helt fritt kunde sätta låneräntorna mot säkerhet till kreditinstituten. Någon rediskontering av växlar förekom inte under denna period, utan kreditinstituten lånade från Riksbanken med obligationer som säkerhet, se Diagram 5. Bankerna såg det inte längre som normal praxis att vid behov skaffa medel genom rediskontering av växlar utan föredrog att belåna obligationer eller skattkamarväxlar hos Riksbanken som finansiering vid akuta likviditetsbehov.

Diagram 5. Riksbankens lån och beviljade krediter vid varje månads slut åren 1929–1961

Summa utlåning exkl. rediskonterade växlar består huvudsakligen av lån mot obligationer som säkerhet



Källa: Sveriges riksbanks årsbok

Åtstramningen i april 1955 ger ytterligare ett exempel på hur Riksbanken och Riksgälden samarbetade under denna tid för att höja räntan både på penningmarknaden och på kapitalmarknaden. Riksbanken höjde diskontot från 2,75 till 3,75 procent samtidigt som Riksgälden emitterade ett 24-årigt lån till 4,5 procent i syfte att direkt påverka obligationsräntan. För att dra in ytterligare medel från allmänheten släppte Riksgälden dessutom två premielån under första halvåret 1955. Samma typ av samordning utmärkte diskontohöjningen med 0,25 procent i november 1956. Riksbanken intervenerade också själv direkt på obligationsmarknaden vid några tillfällen för att reglera kurserna även om lågräntepolitikens tid var över. Under första kvartalet 1957 fanns det ett säljtryck på obligationsmarknaden och Riksbanken ingrep då genom att stödköpa obligationer. I januari 1958 inleddes i stället en period med stigande obligationskurser, som varade till augusti samma år. Riksbanken sålde då under årets första kvartal obligationer ur sin portfölj för att stabilisera räntan på en lämplig nivå.

Den 10 juli 1957 höjde Riksbanken diskontot med en procentenhet, från 4 till 5 procent, vilket väckte stor uppmärksamhet eftersom riksbanksfullmäktige hade gjort ett avsteg från praxis när de inte hade informerat regeringen på förhand. Riksbankschefen Per Åsbrink och riksbanksfullmäktige såg nämligen en räntehöjning som absolut nödvändig och ville inte riskera att regeringen skulle säga nej. Den så kallade räntekuppen ledde till en politisk kris. Bankoutskottets majoritet fann inte att läget varit så allvarligt att det inte funnits utrymme för samråd med regeringen. Fullmäktiges ordförande Per Eckerberg, som regeringen ansåg var den naturliga kontaktpersonen mellan regeringen och Riksbanken, tvingades avgå.

2.5 Sammanfattning

I det här avsnittet har vi sett hur Riksbankens diskonto ursprungligen avsåg den ränta till vilken bankerna kunde rediskontera växlar i Riksbanken. Men i och med att bankerna slutade att rediskontera växlar ändrade diskontot karaktär till att bli en mer allmän styrränta och kom under slutet av perioden att inriktas på att i första hand styra ränteläget på penningmarknaden. När man ville påverka ränteläget på kapitalmarknaden samarbetade Riksbanken med Riksgälden.

3 Straffräntesystemet 1961–1985

Det fanns vissa tendenser under våren 1961 att bankerna började betrakta lån från Riksbanken till diskontot som en normal form av finansiering snarare än som ett penningpolitiskt instrument. Så för att förtydliga att lån från Riksbanken endast skulle betraktas som ett temporärt sätt att hantera tillfälliga likviditetsproblem beslutade fullmäktige i maj 1961 att införa en högre räntesats – en *straffränta* – på den del av bankernas lån i Riksbanken som översteg ett visst belopp.

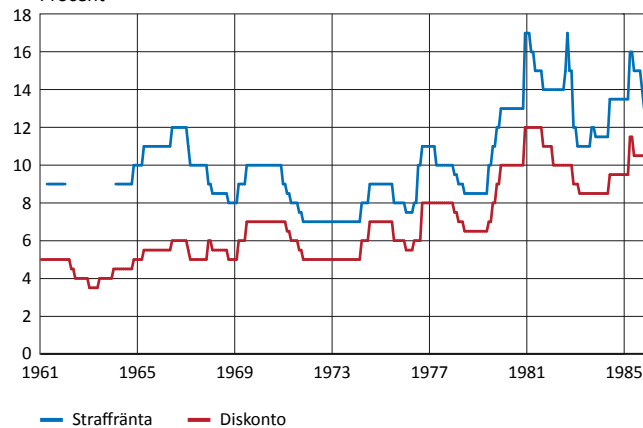
Straffräntan i det nya räntestyrningssystemet fastställdes till att börja med till diskontot plus 4 procentenheter. Men tanken var att straffräntan skulle kunna ändras vid behov. Redan vid tecknen på en ny lågkonjunktur slutade dock Riksbanken med att tillämpa straffräntan i januari 1962. Den återinfördes vid nästa högkonjunktur i februari 1964 med hänvisning till den expansiva konjunkturutvecklingen och en fortsatt omfattande utlåning från bankernas sida, trots en diskontohöjning i januari. Med början den 15 december 1967 sattes straffräntan till lika med diskontot plus ett par procentenheter, se Diagram 6.

För att förklara lite mer i detalj hur straffräntesystemet fungerade kan vi använda oss av den stiliserade bilden i Diagram 7. Där illustrerar vi att en bank hade rätt att låna ett belopp motsvarande en viss procent av dess eget kapital till diskontot, r_2 . Men för lånebelopp utöver detta var banken tvungen att betala en straffränta, r_3 . En bank som hade överskottslikviditet kunde sätta in dessa medel på ett konto i Riksgälden till inlåningsräntan r_1 .

En bank måste varje dag se till att ha tillräckligt med likviditet för att uppfylla Riksbankens *kassakrav*. I Diagram 7 representerar R summan av alla bankers kassakrav. Det kassakrav som gällde vid var tid angav hur stort belopp en bank var tvungen att hålla på checkräkning i Riksbanken. Om en banks reservmedel verkade komma att understiga kassakravet måste banken låna av en annan bank på dagslåne marknaden för att täcka behovet. Om medlen vid dagens slut trots det understeg kassakravet blev banken tvungen att låna av Riksbanken. Beroende på hur höga kassakrav Riksbanken hade valt kunde bankerna få låna till diskontot eller till den högre straffräntan.

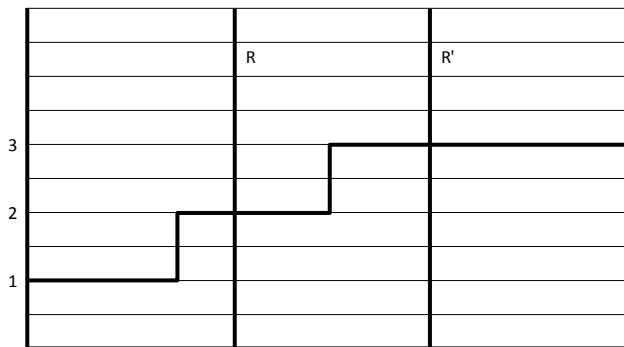
Vanligen låg bankerna långt inne i straffräntezonen under långa perioder, vilket svarar mot efterfrågekurvan R' i Diagram 7. Alla banker lånade då i Riksbanken, och dagslåne marknaden var inte aktiv. Men när någon bank hade pengar att låna ut så skedde den utlåningen på interbankmarknaden ungefär till straffräntan. När kreditpolitiken behövde stramas åt kunde Riksbanken se till att bankerna hamnade i straffräntezonen genom att sätta kassakraven tillräckligt högt eller genom att sänka beloppsgränsen för när straffränta skulle tillämpas.

Diagram 6. Riksbankens diskonto och straffränta 1961–1985
Procent



Källa: Sveriges riksbank

Diagram 7. Straffräntesystemet



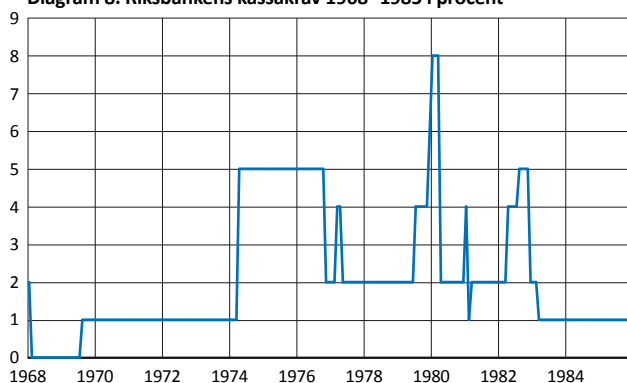
Anm. R och R' är bankernas efterfrågan på reservmedel/summan av bankernas kassakrav, r1 är inlåningsräntan, r2 är Riksbankens diskonto och r3 är straffräntan. Se vidare beskrivningen i texten.
Källa: Sveriges riksbank

3.1 Kassakrav

Kassakrav kom från och med 1969 att utgöra en viktig del av straffräntesystemet. Regeringen förordnade på fullmäktiges begäran om *kassakvoter* för bankerna enligt 1962 års likviditets- och kassakvotslag. Riksbanken utfärdade därefter föreskrifter om hur de skulle tillämpas som skulle gälla från och med den 2 januari 1968. De innebar att de fem största bankerna skulle ha minst 2 procent och övriga banker minst 1 procent av sin inlåning från allmänheten innestående på en räntelös checkräkning i Riksbanken. Redan i februari upphävdes förordnandet om kassakvoter, men det återinfördes sedan den 18 juli 1969. Enligt Riksbankens föreskrifter skulle varje affärsbank från och med augusti 1969 vid dagens slut hålla ett belopp på checkräkning i Riksbanken motsvarande 1 procent, se Diagram 8. För att förstärka bankernas incitament att uppfylla kassakvoterna fick de tillgodogöra sig ränta från och med maj 1970 till årets slut på den del av bankens checkräkning i Riksbanken som motsvarade kassakvoten. Räntesatsen fastställdes till att vara lika med diskontot och skulle betalas ut efter årets utgång.

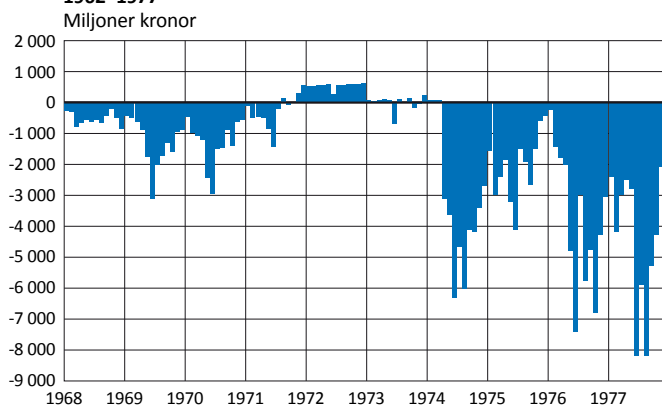
Kassakvoterna höjdes från 1 till 5 procent den 2 april 1974 för att få ner bankernas höga kassalikviditet och därigenom skapa ett starkare tryck på bankerna att begränsa utlåningen. Under hösten 1970 till slutet av 1971 hade Riksbankens förvärvat förhållandevis stora mängder svenska obligationer och skattkammарväxlar. Det lätta likviditetsläge som följde av detta innebar att bankerna helt kunde avveckla sin upplåning i Riksbanken redan i slutet av 1971 och sedan endast tillfälligt behövde låna något under 1972–1973, se Diagram 9. Bankernas likviditetsställning gentemot Riksbanken motsvarade i stort sett de medel som var innestående på checkräkning för att uppfylla kassakvotkraven. När likviditet drogs in i början av 1974 tvingades bankerna som tidigare inte behövt låna i Riksbanken nu göra detta till ett belopp som översteg gränsen för straffränta. Åtgärden var ämnad att minska gapet mellan den lägre räntenivån i Sverige och den högre i utlandet. Diagram 9 visar hur affärsbankernas nettoställning gentemot Riksbanken i ett slag förändras 1974. De kortaste räntorna på penningmarknaden steg kraftigt. Riksbanken strävade nu efter att hålla bankernas upplåning i Riksbanken på en sådan nivå att upplåningen låg inom eller i närheten av straffräntezonen. På så sätt kunde räntan på den korta marknaden hållas uppe på avsedd nivå.

Diagram 8. Riksbankens kassakrav 1968–1985 i procent



Källa: Sveriges riksbank

Diagram 9. Affärsbankernas nettoställning gentemot Riksbanken 1962–1977



Anm. Nettoställningen under en månad har beräknats som medeltalet av de vid månadens fyra rapportdagar föreliggande differenserna mellan affärsbankernas tillgodohavanden på checkräkning i Riksbanken och deras skuld till Riksbanken för upptagna lån. I checkräkningstillgodohavandena ingår inte medel inestående i enlighet med kassavotslagens bestämmelser.

Källa: Sveriges riksbank

Förändringar i bankernas kassakrav kunde få stor påverkan på de korta räntorna om Riksbanken tillät det. Ett exempel på det är när Riksbanken 1975 sänkte kassakraven från 5 till 2 procent, vilket innebar att 3 000 miljoner kronor som bankerna hade haft bundna på checkräkning i Riksbanken frigjordes. Det bidrog till att dagslåneräntan sjönk till årets lägsta nivå på 3,5 procent i mitten av november. Vid andra tillfällen har man inte tillåtit sänkta kassakrav att slå igenom på de korta räntorna, exempelvis den 14 april 1980 då kassakraven sänktes från 8 till 2 procent. I anslutning till sänkningen emitterade Riksgälden då två statliga obligationslån för att suga upp den ökade likviditeten. Då de korta räntorna på specialinlåning och bankcertifikat sjönk något i maj motverkades detta genom att Riksgälden emitterade skattkammarväxlar till ett höjt diskonto i början av juni.

Under sommaren och hösten 1979 höjdes den internationella räntenivån för att motverka de allt starkare inflationstendenserna. Det berodde på den omläggning av penningpolitiken som den amerikanska centralbanken Federal Reserve hade inlett i oktober 1979 och som resulterade i höga räntor till vilka även de övriga OECD-länderna tvingades anpassa sig. I samband med det behövde den svenska räntenivån anpassas uppåt för att motverka valutautflödena som sökte sig till länder med högre ränteläge. Riksbankens diskonto höjdes vid tre tillfällen – den 5 juli, 27 september och 23 november – från 6,5 till 9 procent och kassakraven höjdes från 2 till 8 procent, vilken är den högsta nivå de har haft enligt Diagram 8.

Det utflöde av valuta som inletts mot slutet av 1980 ökade kraftigt i styrka i januari 1981 då förväntningarna om en nära förestående devalvering växte sig allt starkare. I det läget beslutade Riksbankens fullmäktige den 20 januari att höja Riksbankens diskonto från 10 till 12 procent. För att åstadkomma en kraftigare höjning av räntorna på penningmarknaden (specialinlåning, bankcertifikat m.m.) höjdes även straffräntan från 13 till 17 procent, se Diagram 6. För att öka straffräntans genomslagskraft höjdes även kassakraven för affärsbankerna från 2 till 4 procent, vilket ökade bankernas upplåningsbehov i Riksbanken. Efter begäran från fullmäktige förordnade regeringen om kassakrav även för sparbanker och föreningsbanker, som nu skulle hålla medel motsvarande 1 procent av förbindelserna på checkräkning i Riksbanken från och med den 26 januari 1981.

3.2 Styrning av bankernas in- och utlåningsräntor

Vid varje ändring av diskontot uttryckte Riksbanken hur man önskade att bankerna skulle anpassa sin ränta. Bankerna överlade därefter inom det så kallade räntesyndikatet (inom Bankföreningen) och enades om förslag till nya räntor som de nästa dag presenterade för Riksbanken. Riksbanken godkände sedan bankernas förslag, eventuellt efter någon justering. Detta är det mönster som Jonung (1993) har funnit vid granskning av de protokoll som fördes vid regelbundna möten mellan bankerna och Riksbanken under perioden 1956–1973. Mot denna bakgrund är det inte särskilt överraskande att bankernas annonserade inlåningsräntor var mycket följsamma mot förändringarna i diskontot. Även bankernas rörliga utlåningsräntor följde i betydande utsträckning förändringarna i diskontot. 1970 inledde Riksbanken halvårsvisa analyser av bankernas utlåningsräntor där man kunde notera en viss glidning uppåt under årens lopp. För att begränsa den ränteglidningen kom Riksbanken med början 1974 överens med bankerna om högsta tillåtna höjning av medelräntorna.¹³

De fasta utlåningsräntorna för in-teckningslån, kommunlån, industrilån med flera följde variationerna hos emissionsräntorna för motsvarande obligationslån. Genom emissionskontrollen hade Riksbanken därigenom goda möjligheter att påverka bankernas fasta utlåningsräntor.

3.3 Styrning av penningmarknadsräntor

Från mitten av 1960-talet kom en växande andel av kreditinstitutens inlåning att bestå av inlåning från professionella placerare i till exempel storföretag, kommuner, försäkringsbolag och stiftelser. Dessa placerare var ständigt på jakt efter vinstgivande placeringar för tillfälliga likviditetsöverskott och bankerna blev tvungna att konkurrera om dessa medel på ett helt annat sätt än med den trögrörliga hushållsinlåningen. Denna inlåning skedde till att börja med genom så kallad specialinlåning, det vill säga inlåning av större belopp på speciella villkor. I mars 1980 introducerades *bankcertifikat* på den svenska penningmarknaden, vilket gav ytterligare en finansieringsmöjlighet.

Penningmarknadsräntorna var av strategisk betydelse för valutaflödena. Styrningen av de korta penningmarknadsräntorna – specialinlåningsräntor och räntor på bankcertifikat – skedde främst genom ändringar i straffräntan. Straffräntan användes därför i lägen när den svenska kronan kommit under press. Ett exempel är vid valutaoron på sensommaren och hösten 1976, då fullmäktiges första åtgärd var att höja straffräntan med 2 procentenheter. Syftet var att motverka utflödet av kortfristig kapital till utlandet.

Riksbankens typiska reaktionsmönster vid utflöde av valuta kopplat till förväntningar om en nära förestående devalvering var följande. Som en första åtgärd höjde Riksbanken diskontot. För att åstadkomma en kraftigare höjning av räntorna på penningmarknaden

¹³ Ränteglidningen beräknades som skillnaden utöver diskontots höjning i genomsnittsräntan på alla lån med rörlig ränta enligt Riksbankens ränteanalys justerad för ändringar i avgifter.

(specialinlåning, bankcertifikat m.m.) kompletteras detta med att även straffräntan höjdes. För att öka straffräntans genomslagskraft kunde Riksbanken slutligen eventuellt också höja kassakraven för affärsbankerna, vilket ökade bankernas upplåningsbehov i Riksbanken. Från och med 1982 utvecklades ett mönster där Riksbankens diskonto anpassades till mer långsiktiga trender i utländska räntor och inhemskt konjunkturläge medan straffräntan i kombination med ändrade kassakrav användes för de kortsiktiga anpassningar av räntorna på penningmarknaden som valutasituationen krävde.

Under den första halvan av 1980-talet fanns det en tendens hos centralbanker att i större utsträckning använda sig av marknadsoperationer för att styra ränteläget. Även Riksbanken tycks ha tagit intryck av detta. I januari 1985 sålde Riksbanken av stora mängder stats-skuldväxlar för att driva upp ränteläget på penningmarknaden med hela 2 procentenheter. Interventionen på penningmarknaden, som även kompletterades med försäljningar av amerikanska dollar, motiverades av ett fortsatt och accelererande valutautflöde. Riksbankens diskonto och straffränta lämnades däremot oförändrade, vilket kommenterades av riksbankschefen i en intervju i Svenska Dagbladet den 23 januari 1985:

”Kommer diskonto och straffränta att ändras nu? – Nej. De administrativt satta räntorna rör man allt mera sällan. Istället använder vi räntevapnet genom marknadsoperationer, och det med, som vi tycker, god framgång.”

3.4 Styrning av räntor med längre löptider

Den emissionskontroll som Riksbanken hade utövat kontinuerligt sedan början av 1950-talet fortsatte under straffräntesystemets tid att vara ett viktigt instrument för att styra de längre räntorna. Riksbanken sänkte diskontot fyra gånger under 1971, med en halv procentenhet åt gången, från 7 till 5 procent. För att skapa en bättre balans mellan långa och korta räntor sänktes under samma tid den bundna räntan på obligationslån och andra långa lån endast med en fjärdedels procentenhet. De långa räntorna behövde inte alltid ens följa de korta. Den 22 augusti 1975 sänkte exempelvis Riksbanken diskontot från 7 till 6 procent medan de bundna räntorna på långa lån, liksom räntevillkoren vid emission av obligationer, bibehölls oförändrade för att öka kreditillgången på den inhemska kapitalmarknaden. Tack vare den gynnsamma utvecklingen av bytesbalansen och kronans stabilitet efter devalveringen i augusti 1977 fanns det utrymme för Riksbanken att sänka diskontot under 1978. Det gjordes vid tre tillfällen med sammanlagt 1,5 procentenheter, från 8 till 6,5 procent. Däremot hölls de långa räntorna uppe i syfte att stimulera placeringar på kapitalmarknaden och därigenom underlätta statens och andra låntagares långfristiga upplåning.

Från och med 1980 blev räntesättningen på kapitalmarknaden alltmer marknadsbestämd, med undantag av de prioriterade stats- och bostadslånen. Den 10 april begärde Riksbankens fullmäktige hos regeringen om *förordnande om allmän placeringsplikt och räntereglering*. Fullmäktige bedömde att en formell tillämpning av ränteregleringen var att föredra framför den informella räntereglering som tillämpats under 1970-talet. Regeringen tillmötesgick fullmäktiges begäran och med stöd av förordnandet utfärdade fullmäktige föreskrifter för hur ränteregleringen skulle tillämpas. Högsta medgivna räntesatser angavs för olika kategorier av prioriterade lån. Däremot gav ränteregleringen utrymme för en betydande uppjustering av räntor på oprioriterade lån. Avsikten var att åstadkomma en större differentiering av räntestrukturen inom den icke prioriterade sektorn (inte bostadssektorn och staten). Marknadsaktörerna skulle få ta ansvaret för att anpassa räntesatserna för näringslivets obligations- och förlagslån med hänsyn till marknadsläget, låntagarnas kreditvärdighet, lånens löptid och amorteringstakt med mera. Syftet var att öka näringslivets möjligheter att konkurrera om kapitalmarknadens resurser och skapa bättre balans med räntorna vid utländsk upplåning. Med denna ökade frihet på plats steg räntorna markant på den oprioriterade delen av kapitalmarknaden. I augusti beslöt fullmäktige att även medge en

höjning av den långa räntan för prioriterade obligationer med 1 procentenhet. Vid halvårsskiftet 1980 vidgades lagen om kreditpolitiska medel på så sätt att förordnande av emissionskontroll och utlåningsreglering även kunde utfärdas för finansbolag, vilka därtills legat utanför Riksbankens kontroll. För försäkringsbolagen avskaffades ränteregleringen från ingången av 1982 och i oktober 1983 började även staten emittera obligationslån till marknadsränta, de så kallade riksobligationerna.

3.5 Avreglering av kreditmarknaden

Likviditetstillväxten i ekonomin hade alltsedan andra hälften av 1970-talet varit mycket kraftig och haft sin främsta grogrund i de ständigt växande budgetunderskotten. Från 1978 och fram till halvårsskiftet 1982 då statsskuldväxeln introducerades finansierades budgetunderskotten till större delen genom upplåning i banksystemet och i utlandet. Under hösten 1983 introducerades riksobligationer och i december fattade riksdagen beslut om allemanssparandet vilket skulle underlätta direkt upplåning från hushållen. Dessa nya sparformer gjorde det lättare att undvika att budgetunderskotten likviderade banksystemet och ledde till att bankerna ökade kreditgivningen.

Sedan mitten av 1970-talet använde Riksbanken likviditetskrav och riktlinjer för den utlåning som kan medges för att styra bankutlåningen. Riksbanken använde sig av likviditetskrav för att begränsa bankernas icke utlandsfinansierade övriga utlåning, det vill säga annan utlåning än prioriterade byggnadskrediter. Det gick till så att Riksbanken brukade ange riktlinjer för utlåningstillväxten och sedan fastställa likviditetskraven så att de skulle vara förenliga med den angivna tillväxten. Denna styrmetod tillämpades fram till september 1983 då Riksbanken beslutade att avskaffa likviditetskraven och styra utlåningen enbart med en *utlåningsrekommendation* med en högsta utlåningstakt för bankernas övrigutlåning i svenska kronor.

Huvudmotivet till att Riksbanken beslutade att avskaffa likviditetskravet var den orimliga situation som detta hade lett till för bankerna. Å ena sidan skulle bankerna hjälpa staten att sälja nya statspapper, som statsskuldväxlar och riksobligationer, riktade till allmänheten men å andra sidan tvingades de konkurrera om samma likvida medel från allmänheten för att uppfylla likviditetskraven. Samtidigt som lagen om finansbolag trädde i kraft 1980 kom finansbolagen också att omfattas av den kreditpolitiska lagstiftningen. Med stöd i denna lagstiftning reglerades även finansbolagens utlåning på liknande sätt som bankernas.

Riksbanken hade under en längre tid varit medveten om att de yttre förutsättningarna efter hand begränsat möjligheterna att föra en effektiv kreditpolitik med stöd av direkta regleringar. För att upprätthålla effektiviteten måste doseringen av åtgärder göras allt kraftigare både till antal och storlek. En långvarig, oavbruten användning av utlåningsregleringen fick därigenom en allt mer snedvridande effekt på kreditmarknaden. Av denna anledning lättade man på en del regleringar medan andra helt togs bort under början av 1980-talet. Likviditetskvoterna för banker avskaffades till exempel 1983. Emissionskontrollen mjukades också upp efterhand, likaså placeringskraven för försäkringsbolag och AP-fonden vilket skapade förutsättningar för utvecklingen av en andrahandsmarknad i stats- och bostadsobligationer. I maj 1985 avskaffades regleringen av bankernas utlåningsräntor.

3.6 Sammanfattning

I det här avsnittet har vi sett hur kombinationen av straffränta och kassakrav kunde användas av Riksbanken för att snabbt strama åt likviditetsläget på penningmarknaden och därigenom styra valutaflödena när detta ansågs nödvändigt. Vi såg också hur ett stort antal regleringar användes för att styra flera olika räntor och bankernas utlåning fram till avregleringen av kreditmarknaden under första halvan av 1980-talet.

4 Rântetrappan 1985–1994

Den 21 november 1985 beslöt Riksbanken att genomföra några genomgripande förändringar. De åtgärder man vidtog var en teknisk omläggning och syftade varken till att strama åt eller lätta på penningpolitiken. Man beslöt till exempel att med omedelbar verkan slopa utlåningstaket för banker, bostadsinstitut och finansbolag. För att motverka risken att det skulle leda till alltför snabb kreditexpansion höjdes samtidigt kassakraven från 1 till 3 procent och räntegottgörelsen på kassamedlen togs bort. För att snabbare kunna anpassa de korta räntorna till förändringar på penning- och valutamarknaderna ersatte man straffräntesystemet med en rântetrappa för bankernas upplåning i Riksbanken med verkan från den 9 december 1985. Rätten att låna i Riksbanken till en fast ränta utan någon beloppsbegränsning hade upplevts som problematisk. Därför ville man nu i stället ha ett system där marknadsoperationer kunde ändra den aktuella räntan i mindre steg.

I det nya systemet med en rântetrappa fick bankerna låna ett belopp motsvarande högst 25 procent av eget kapital över natten till räntan 10,5 procent. För större belopp höjdes rântekostnaden stegvis enligt följande skala:

- 25–75 % av eget kapital: 12,5 %
- 75–125 % av eget kapital: 14,5 %
- 125–175 % av eget kapital: 16,5 %
- över 175 % av eget kapital: 18,5 %

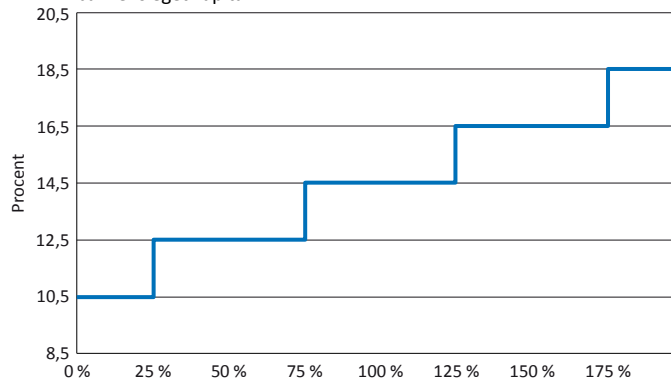
Rântetrappan illustreras i Diagram 10. En specifik rântetrappa gällde för varje enskild bank, där varje steg fastställdes i förhållande till den enskilda bankens egna kapital. Konstruktionen innebar att kostnaden för bankernas upplåning i Riksbanken steg när upplåningsvolymen ökade. Riksbanken styrde likviditeten i banksystemet genom att köpa och sälja värdepapper, huvudsakligen i form av repotransaktioner, så att bankerna fick låna på ett visst steg i rântetrappan till marginalräntan. Rântetrappan angav alltså de olika marginalräntenivåer som Riksbanken kunde tillämpa genom att kontrollera likviditeten i banksystemet.

Riksbanken genomförde sina marknadsoperationer antingen genom att köpa eller sälja statskuldväxlar eller via repor och omvända repor.¹⁴ Repornas löptid var inledningsvis vanligen en eller två dagar, men förlängdes ibland till en vecka. Samtliga återförsäljare av statspapper kunde vara motparter i dessa transaktioner. Riksbanken annonserade en önskad totalvolym och motparterna lämnade bud på ränta och volym. Buden rangordnades utifrån räntesats, och tilldelningen startade från högstbjudande och gick nedåt tills den annonserade volymen fyllts. I vissa fall använde sig Riksbanken även av volymbud till en fast reporänta. Genom denna typ av operationer på den öppna marknaden kunde Riksbanken direkt påverka räntan på bankernas kortfristiga lånetransaktioner på interbankmarknaden.

¹⁴ En repa (efter engelskans "repurchase agreement") innebär att Riksbanken köper värdepapper på marknaden med avtal om återförsäljning vid ett senare datum.

Diagram 10. Rântetrappan

Upplåningsränta i Riksbanken vid upplåning lika med viss andel av bankens eget kapital



Källa: Sveriges riksbank

Rântetrappans bankspecifika konstruktion gjorde det förmånligt för banker att jämna ut relativa skillnader i upplåningsbehov på interbankmarknaden till dagslåneräntan. Den bank som hade sämre likviditet skulle annars ha tvingats låna av Riksbanken till en högre marginalränta. Slutresultatet blev vanligen att alla banker lånade till samma marginalränta vid slutet av dagen. Det var dock av störst vikt för Riksbanken att man fick ett genomslag på penningmarknadsräntorna med 3 och 6 månaders löptid, eftersom det var dessa som hade störst betydelse för de valutaflöden som Riksbanken ville påverka.¹⁵ Den strategiskt viktiga räntan på sex månaders statskuldväxel följer marginalräntan ganska väl under perioden januari 1987 till maj 1994 i Diagram 11.

För att kunna genomföra marknadsoperationer i form av repor eller omvända repor som placerade banksystemet i ett visst önskat trappsteg var Riksbanken tvungen att göra dagliga prognoser över banksystemets upplåningsbehov i Riksbanken. Det innebar att prognosticera förändringar i de faktorer som påverkade banksystemets upplåningsbehov: valutaflöden, statens lånebehov, Riksgäldens upplåning på marknaden, särskilda räkningar i Riksbanken samt efterfrågan på sedlar och mynt. Vid större avvikelser mellan Riksbankens prognoser och banksystemets verkliga upplåning kunde Riksbanken snabbt rätta till likviditeten i banksystemet genom att via någon marknadsaktör antingen tillföra likviditet eller dränera banksystemet på det.

Om Riksbanken ville få till en betydande förändring i marginalräntan gjorde man direkta köp eller försäljningar av statspapper i lägen då den svenska kronan kommit under stark press. I och med att fullmäktige hade fastställt rântetrappan hade man i någon mån delegerat de dagliga besluten om marginalräntan till riksbankschefen, vilket gjorde att Riksbanken snabbt kunde reagera på marknadsutvecklingen och anpassa räntenivån. Men man hade även introducerat ett visst mått av automatik i och med att valutaflöden påverkade likviditeten i banksystemet och därmed bankernas upplåningsbehov i Riksbanken och räntenivån via rântetrappan, såvida inte Riksbanken kontraderade med en marknadsoperation. Riksbanken gjorde även marknadsoperationer genom interventioner i penningmarknaden för att direkt påverka räntorna på statskuldväxlarna.

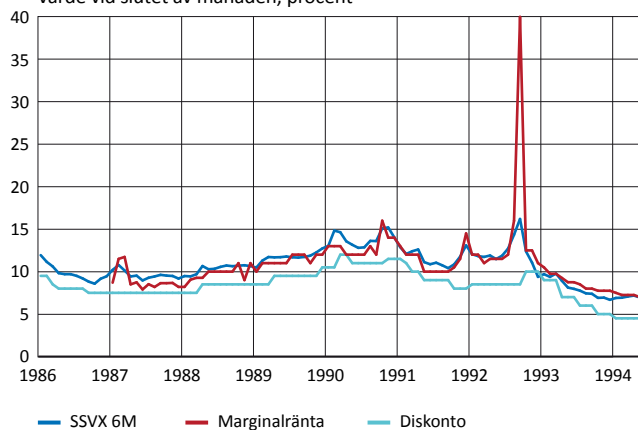
Tidvis blev Riksbankens signaler otydliga när man förlitade sig på marknadsoperationer för att påverka penningmarknadsräntorna, i stället för att explicit bestämma en viss räntenivå. Ett exempel på det rapporteras i Svenska Dagbladet den 5 december 1989:

”På marknaden frågar sig nu allt fler handlare om riksbanken skärpt penningpolitiken. Räntan för sex månaders statskuldväxlar har tillåtits gå upp till 12,87 (sälj). Under hela våren och sommaren har riksbanken tidigare hållit denna strategiskt viktiga ränta under tolv

¹⁵ Se Westman Mårtensson 1992, s. 25.

procent”. "... det råder på sina håll viss irritation på riksbanken som anses ge motstridiga signaler om var räntorna bör ligga”.

Diagram 11. Marginalränta och sexmånaders statsskuldväxelränta
Värde vid slutet av månaden, procent



Källor: Sveriges riksbank och Thomson Reuters

En utvärdering på Riksbanken av perioden 1 juni 1986 till 30 april 1987 jämfört med straffränteperioden 1 januari 1983 till 8 december 1985 visade att dagslåneräntan hade blivit betydligt mer variabel efter att Riksbanken infört räntetrappan. Däremot hade variabiliteten hos räntor med längre löptider antingen minskat eller förblivit oförändrade, se Koivisto och Zettergren (1988). Eftersom variabiliteten minskade mest för de lite längre statsskuldväxelräntorna, som var Riksbankens främsta målvariabel då de påverkar kortsiktiga valutaflöden, blev slutsatsen att Riksbankens kontroll över målvariabeln hade ökat. Enligt Hörngren (1994, s. 52) blev dagslåneräntorna mer stabila efter att Riksbanken från och med den 6 april 1992 hade övergått till att alltid ange vilken marginalräntenivå som gällde. Från och med den 13 maj 1993 meddelades dessutom förändringar i marginalräntan i omedelbar anslutning till räntebeslutet.¹⁶

I april 1988 blev Riksbanken tvungen att strama åt ekonomin. Man höjde kassakraven från 3 till 4 procent, införde 4 procent kassakrav för finansbolag, höjde diskontot från 7,5 till 8,5 procent samt sålde stora mängder statsskuldväxlar för att få upp de korta marknadsräntorna. Under hösten 1988 hade bankerna ett extremt stort behov av att låna av Riksbanken, dels beroende på de höjda kassakraven, dels på grund av överskott i statsbudgeten. Om Riksbanken hade fortsatt att enbart använda repor för att hindra bankerna från att hamna högt upp i räntetrappan skulle det enligt Riksbankens bedömning ha undandragit alltför stora volymer värdepapper från marknaden. I det läget kompletterade Riksbanken därför sina repooperationer med direkta lån till bankerna utan säkerhet. Genom att Riksbanken inte krävde säkerhet för lånen undvek man att dra undan stats- och bostadspapper från marknaden. Direktlånen fungerade tekniskt sett på samma sätt som repor med försäljning genom anbud, men löptiden var längre. Under andra halvåret 1991 återinfördes kravet på säkerheter vid utlåning till banker.

4.1 Minskad roll för kassakrav och diskonto

Kassakravet kom inte att spela en lika aktiv roll i det nya systemet jämfört med under straffräntesystemet. Kravet sattes från början till 3 procent, vilket betydde att kassakravsmedlen uppgick till ganska modesta belopp. Kassakravet för en månad beräknades med

¹⁶ Se pressmeddelande 18/1993 av den 13 maj 1993: "Marginalräntan sänks till 9,00 procent".

utgångspunkt i en banks genomsnittliga inlåning två månader tidigare. Det medförde att en förändring i bankinlåningen påverkade bankens upplåning i Riksbanken med två månaders eftersläpning.

Från och med den 1 juli 1988 infördes kassakrav för finansbolag och samtidigt höjdes kassakravet för banker från 3 till 4 procent. Finansbolagens kassakrav beräknades på upplåningen i både svensk och utländsk valuta. Kassakraven lättades upp successivt under de följande åren. I november 1990 beslutade Riksbanken att kassakraven inte längre skulle gälla för inlåning från banker och finansbolag. Riksbanken halverade sedan kassakraven för banker från 4 till 2 procent 1991 och slopade kassakraven för finansbolag, vilket innebar en ökad likviditet i banksystemet med 12 miljarder kronor. Samtidigt justerades räntetrappan så att räntenivån för bankernas upplåning i Riksbanken bibehölls. Den 1 april 1994 hade kassakraven spelat ut sin roll och reducerades till noll. Anledningen var att andra styrmedel var mer flexibla och inte skapade de konkurrensnackdelar för bankerna som kassakrav gör.¹⁷

Till en början var det lägsta trappsteget i trappan lika med diskontot. Men från och med januari 1986 försvagades rollen för Riksbankens diskonto. Riksbanken sänkte i januari diskontot utan att ändra den gällande räntetrappan. Därmed frikopplades diskontot för första gången helt från gällande villkor för bankernas upplåning i Riksbanken. Riksbanken ändrade därefter diskontot som en markering av att banken ansåg att en ny räntenivå hade etablerats på marknaden och att denna nivå förväntades bestå under en tid. Diskontots räntestyrande effekt minskade därmed och diskontot kom främst att tjäna som vägledning vid bankernas räntesättning på sina inlåningsräkningar och på en mindre del av utlåningen till hushållen. Bankerna fortsatte under en tid att justera dessa räntor vid förändringar i Riksbankens diskonto trots den slopade regleringen av bankernas utlåningsräntor. Från och med andra kvartalet 1992 började Riksbanken mekaniskt att fastställa diskontot helt på basis av ränteutvecklingen under närmast föregående kvartal. Därmed blev diskontot en referensränta, helt frikopplad från penningpolitiken. Den 1 juli 2002 ersattes diskontot av Riksbankens referensränta.¹⁸

4.2 Anpassningar av räntetrappan

Riksbanken genomförde en viktig förändring av räntetrappan den 1 juni 1986. Basen för lånevillkoren utgjordes från början av den låntagande bankens egna kapital. Men en svaghet med detta mått var att det kunde påverkas av vilken bokslutsstrategi banken tillämpade. Därför beslutade Riksbanken att ändra kapitalbasen från beskattat eget kapital till beskattat eget kapital plus 50 procent av värderegleringskontona. Riksbanken beslöt även att sänka stegen i räntetrappan, eftersom det annars skulle ha krävts massiva marknadsoperationer för att förhindra att bankernas upplåningsränta i Riksbanken skulle dras upp långt över rådande räntenivå. Den nya räntetrappan fick följande utformning:

- lån upp till 20 % av den nya kapitalbasen 8 %
- lån vid 20–40 % av den nya kapitalbasen 10 %
- lån vid 40–60 % av den nya kapitalbasen 12 %
- lån vid 60–80 % av den nya kapitalbasen 14 %
- lån över 80 % av den nya kapitalbasen 16 %

Den nya räntetrappan innebar i själva verket en fördjupning av stegen i trappan. Vid maximal upplåning av alla banker motsvarade nu varje steg 6 miljarder kronor, jämfört med tidigare 5 miljarder kronor, bortsett från det första steget som tidigare motsvarade 2,5 miljarder

¹⁷ Se Lotsberg 1994.

¹⁸ Referensräntan är en räntesats som fastställs en gång per halvår av Riksbanken. Räntan kan ändras den 1 januari och den 1 juli. Referensräntan motsvarar Riksbankens reporänta vid utgången av föregående halvår avrundat, om så behövs, till närmast högre halva procentenhet. Referensräntan har inget penningpolitiskt syfte, utan används i en del privata avtal och i räntelagen med avseende på dröjsmålsränta.

kronor. Djupare steg minskade sannolikheten för att oförutsedda fluktuationer i bank-systemets likviditet skulle påverka räntenivån. Riksbanken anpassade årligen stegens djup i räntetrappan med hänsyn till bankernas ändrade kapitalbaser.

Den 1 februari 1988 justerade Riksbanken återigen räntetrappans utseende för att förbättra dagslånemarknadens funktionssätt. Antalet steg utökades och stegens höjd sänktes från 2 till 1 procentenhet samtidigt som stegens djup halverades från cirka 7,3 till 3,7 miljarder kronor. Fler steg med mindre höjd gav Riksbanken en bättre möjlighet att finjustera marginalräntan och ledde till en mjukare styrning av de kortaste marknadsräntorna. Från och med den 1 mars 1990 gällde ett stegdjup på 3,5 miljarder kronor i en trappa där lägsta steget låg på 9 procent och det högsta på 20 procent. En övre gräns bestämdes för bankernas upplåning i räntetrappan. För upplåning utöver den gränsen förbehöll sig Riksbanken rätten att tillämpa en högre upplåningsränta. Tanken var att på det viset skulle man ha flexibilitet i räntesättningen och kunna hantera allvarliga spekulationer mot kronan. I april 1991 justerades räntetrappan så att bankerna fick möjlighet att även deponera medel till stegvis lägre ränta. Senare justeringar av trappan resulterade i ytterligare sänkningar av stegen, först till 0,5 procentenheter den 1 september 1991 och slutligen till 0,25 procentenheter i april 1993.

4.3 Riksbanken förändrar sin motpartskrets

Riksbanken använde fram till den 30 juni 1991 Riksgäldens återförsäljare för att genomföra sina marknadsoperationer på penningmarknaden. Då inleddes en prövoperiod på sex månader för de institut som hade anmält intresse för att vara motparter, så kallade *primary dealers*, till Riksbanken. I januari 1992 tecknade Riksbanken primary dealer-avtal med fyra banker och fyra värdepappersinstitut som ansågs uppfylla kraven.¹⁹ Fler primary dealers godkändes senare under året. Riksbanken såg flera fördelar med att ha ett eget system med motparter. Det fanns framför allt ett behov av klarare spelregler mellan Riksbanken och dess motparter, vilket man ansåg skulle bidra till en ökad likviditet och bättre genomlysning av marknaden. Med en direkt avtalsrelation kunde Riksbanken ställa krav på primary dealers att de skulle vara aktiva i såväl Riksbankens marknadsoperationer som i primär- och sekundärmarknaden för statspapper. Det senare ansågs vara av betydelse för att penningpolitiken snabbt skulle få genomslag.²⁰

För att öka konkurrensen och effektiviteten på den svenska penningmarknaden beslöt Riksbanken den 20 december 1990 att även utländska bankfilialer skulle få låna enligt räntetrappan. Ett problem blev dock hur man skulle bestämma upplåningsbasen för filialerna. Man löste det genom att en filial bildad genom omvandling av en utländsk dotterbank fick behålla dotterbankens upplåningsbas medan en filial inrättad vid sidan av en dotterbank fick gemensam upplåningsbas med denna. En nybildad filial fick tills vidare en rent schablonmässig upplåningsbas på 60 miljoner kronor.

4.4 Valutaoro och interventioner

I slutet av mars 1989 uppkom ett rykte om en förestående revalvering av den svenska kronan, vilket ledde till omfattande valutainflöden. Det redovisade inflödet för april månad var 6 miljarder kronor, men det faktiska inflödet var 18 miljarder kronor. Genom terminsaffärer om 12 miljarder kronor kunde Riksbanken dock undvika att valutareserven ökade med det faktiska beloppet. Terminsaffärerna användes på så sätt för att motverka att

¹⁹ Se Bergqvist och Westman Mårtensson 1992. De fyra bankerna var JP Bank, Skandinaviska Enskilda Banken, Sparbankernas Bank och Svenska Handelsbanken. De fyra värdepappersinstituten utgjordes av fondkommissionärerna Consensus, Transferator, United Securities och E. Öhman.

²⁰ I november 2003 introducerades ett nytt regelverk för de penningpolitiska instrumenten, vilket bl.a. innebar att primary dealers bytte namn till primära penningpolitiska motparter.

valutaflödena skulle generera självförstärkande förväntningar om en kommande växelkursförändring. Den 1 juni beslöt Riksbanken att avveckla valutaregleringen med effekt från halvårsskiftet, vilket ledde till att valutainflödena tog ny fart. Men inflödena fick inte något nämnvärt genomslag på de svenska räntenivåerna.

När tvivlen om Riksbankens förmåga att upprätthålla den fasta växelkursen inte ville ge med sig i oktober 1990 chockhöjde Riksbanken marginalräntan från 12 till 17 procent på mindre än en vecka. Dessutom genomförde man interventioner på penningmarknaden genom att sälja statskuldväxlar. Interventionerna var så omfattande att Riksbanken blev tvungen att rekvirera statskuldväxlar från Riksgälden till ett värde av 34 miljarder kronor. Detta vände utvecklingen och resulterade i stora valutainflöden under slutet av oktober. När riksdagen i december beslöt att Sverige skulle ansöka om medlemskap i den Europeiska gemenskapen ändrades förutsättningarna för valutapolitiken. Förtroendet för den fasta växelkursen ökade och i maj 1991 knöts kronan till den europeiska valutaenheten ecu. Men en ny våg av misstroende mot den svenska kronan uppstod efter att den finska marken devalverats den 14 november 1991. Riksbanken blev återigen tvungen att chockhöja marginalräntan med 6 procentenheter till 17,5 procent och intervensera på penningmarknaden. Den här gången rekvirerades statskuldväxlar till beloppet 119,1 miljarder kronor från Riksgälden.

Räntenivåerna under 1991 kom dock inte i närheten av de som Riksbanken tvingades ta till för att försvara den fasta växelkursen i september 1992. Den 8 september höjdes marginalräntan från 16 till 24 procent, efter att den finska marken tillåtits flyta fritt. Den 10 september höjdes marginalräntan till 75 procent och den 16 september till 500 procent! Valutautflödena stoppades därmed och marginalräntan kunde sänkas till 50 procent redan den 20 september. Men den genomsnittliga upplåningskostnaden för bankerna var aldrig i närheten av de extrema nivåerna för marginalräntan på grund av att Riksbanken vidtog ett antal åtgärder för att minska de höga räntornas negativa effekter. För att minska bankernas finansieringskostnad förlängde Riksbanken 15-procentsteget i räntetrappan och gav dessutom bostadsinstituten lån på särskilda villkor för att underlätta deras kortfristiga finansiering. Vid en marginalränta på 50 procent underlättades bostadsinstitutens situation genom att Riksbanken lånade ut 18 miljarder kronor till bostadsinstituten till 20 procents ränta på löptider upp till fyra veckor.

4.5 Räntetrappan under rörlig växelkurs

Den 12 november 1992 offentliggjorde Riksgälden ett statligt lånebehov som var större än väntat. Det blev inledningen till en vecka med stora valutautflöden och massiva interventioner på valutamarknaden från Riksbankens sida. Eftersom en stor del av valutaflödena berodde på att företag och banker avvecklade sina skulder inför årsbokslutet och att dessa flöden drevs på av oro för höjda räntor bedömde Riksbanken att det skulle vara kontraproduktivt att höja räntorna så som man gjort i september. I stället ingrep Riksbanken på valutamarknaden. Det slutade med att valutareserven tömdes och att den fasta växelkursen övergavs som ett intermediärt mål för att uppnå prisstabilitet den 19 november.

För att markera sin beslutsamhet att fortsatt slå vakt om prisstabilitetsmålet satte Riksbanken marginalräntan till 12,5 procent vid övergången till rörlig växelkurs. Det var en procentenhet högre än den som rådde när novemberkrisen inleddes. Den 15 januari 1993 beslutade Riksbankens fullmäktige om ett inflationsmål, som innebar att inflationstakten i konsumentprisindex skulle vara 2 procent från och med 1995. Marginalräntan sänktes försiktigt i små steg under det följande året. Riksbanken ingrep också på penningmarknaden den 25 februari och den 8 mars för att höja de korta marknadsräntorna till en nivå mer i linje med den aktuella marginalräntan. Även på valutamarknaden ingrep Riksbanken under första kvartalet 1993 för att markera att växelkursen var av fortsatt stor vikt för penningpolitiken. Men valutainterventionerna minskade under våren då den politiska oron minskade och

kronan stärktes. Under sommaren gjordes en del stödköp av kronan men därefter slutade Riksbanken med interventioner på valutamarknaden.

I början av 1990-talet tog Riksbanken på sig en marknadsvårdande funktion. Under 1992 började Riksbanken tillhandahålla en *repofacilitet* där marknadsgaranterna kunde låna statsobligationer. Syftet var att förbättra likviditeten i handeln med räntebärande värdepapper. Verksamheten utvidgades i mars 1993 till att omfatta statsskuldväxlar och i juni till att även omfatta bostadsobligationer. En sådan facilitet kunde bidra till att minska volatiliteten i räntorna, som beror på att en marknadsgarant vid behov har svårt att få tag på ett visst värdepapper. Väl fungerande penning- och kapitalmarknader ansågs vara viktiga för att transmissionen från Riksbankens styrränta till korta penningmarknadsräntor och vidare till längre räntor på kapitalmarknaden skulle fungera på ett tillfredsställande sätt. Ansvaret för den marknadsvårdande repofaciliteten övertogs 1999 av Riksgälden.

4.6 Sammanfattning

I det här avsnittet har vi sett hur Riksbanken kunde påverka de korta räntorna genom att genomföra marknadsoperationer som placerade bankerna i ett visst steg i Riksbankens räntetrappa. Vilket steg en bank hamnade på i räntetrappan bestämde bankens kostnad för att låna i Riksbanken. Riksbanken minskade successivt stegens höjd i räntetrappan. I nästa avsnitt ska vi se hur denna utveckling till slut ledde till att man övergav räntetrappan och införde ett nytt räntestyrningssystem.

5 Räntekorridoren 1994–2018

Man får intrycket att räntetrappan redan från början sågs som en tillfällig lösning om man läser en artikel i Svenska Dagbladet från den 31 oktober 1986 under rubriken "Riksbanken slopar räntetrappan":

"Riksbanksdirektören Anders Sahlén sade att riksbanken på sikt kan tänka sig att avskaffa räntetrappan. I stället skulle riksbanken styra ränteläget genom att ge ett pris/ränta på riksbankslån över natten till varje enskild bank som begär att få låna. Därmed skulle riksbankens agerande bli än mera i överensstämmelse med en fri marknad. Men åtgärden är inte omedelbart förestående".

Den 1 juni 1994 ersattes räntetrappan av ett nytt räntestyrningssystem i form av en räntekorridor. Räntekorridoren liknar till viss del det system som Anders Sahlén föreslog i tidningsintervjun 1986. Men enligt Hörngren (1994) var orsaken till reformeringen av räntestyrningssystemet de ändrade förutsättningarna som övergången från fast till rörlig växelkurs hade fört med sig. Vid fast växelkurs gällde det att hålla valutaflödena i balans och då kunde det vara ändamålsenligt att ändra räntan i relativt stora och tydliga steg. Under ett system med rörlig växelkurs kan däremot små och gradvisa anpassningar av styrräntan vara att föredra. Men då uppstår ett problem med räntetrappan. Säg att stegens höjd skulle ha sänkts från 0,25 procentenheter till exempelvis 0,10 procentenheter. Då hade incitamenten riskerat att bli för svaga för bankerna att låna ut pengar till varandra för att utjämna likviditeten sinsemellan. Bankerna hade i stället sannolikt låtit sina medel stå kvar i Riksbanken över natten, vilket skulle ha lett till en sämre fungerande dagslånemarknad. Därför beslutade Riksbanken att det behövdes ett helt nytt räntestyrningssystem.

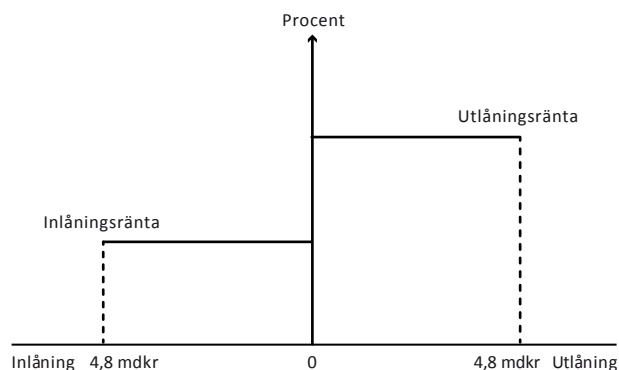
I det nya räntestyrningssystemet ersattes en räntetrappa med många steg av endast en inlåningsränta och en utlåningsränta, se Diagram 12. Varje bank erbjöds en in- och utlåningsmöjlighet motsvarande 4 procent av ränteberäkningsbasen, vilket för banksystemet som helhet uppgick till 4,8 miljarder kronor. Riksbankens likviditetsstyrning kom liksom tidigare att genomföras med hjälp av öppna marknadsoperationer som penningpolitiska repor eller omvända repor, fast de senare nu i form av emitterade riksbankscertifikat.

Repornas löptid förlängdes dock i det nya systemet till 2 veckor och det var meningen att reporäntan skulle spela en mer central roll i räntestyrningen. Särskilt tydlig blev räntestyrningen då man använde sig av repor med fast ränta och bankerna endast bjöd på volymen. Riksbanken hade också möjligheten att lägga repor med variabel ränta, där bankerna bjöd på både volym och till vilken ränta de önskade olika volymer. Storleken på de veckovisa reporna avvägdes så att bankerna varken förväntades behöva låna eller placera medel till ut- eller inlåningsräntorna under repans löptid. Efter hand kom det operativa målet för korridorsystemet att bli att dagslåneräntan ska ligga nära den reporänta som direktionen har beslutat om. Man förlitade sig sedan på att förändringar i dagslåneräntan skulle sprida sig till räntor med längre löptider, vilket också verkar vara fallet enligt Fransson och Tysklind (2016). De finner även att förändringar i reporäntan har stort genomslag på de räntor som hushåll och företag möter.

5.1 Stående faciliteter

In- och utlåningsräntorna i de så kallade stående in- och utlåningsfaciliteterna fastställdes av Riksbankens fullmäktige och utgjorde den korridor inom vilken riksbankschefen kunde besluta om nivån för reporäntan. Dessa beslut kunde fattas varje vecka och i hur små steg som önskades. Beslut om räntekorridorerna in- och utlåningsräntor fyllde därmed främst en signaleringsfunktion om räntepolitiken på något längre sikt. Riksbankens viktigaste signaleringsränta var dock reporäntan, som angav den önskade nivån för dagslåneräntan en vecka framåt. I februari 2007 började Riksbanken dessutom publicera en egen prognos för den framtida reporäntan.

Diagram 12. In- och utlåningsvillkor i räntekorridoren



Källa: Sveriges riksbank

Med några undantag har korridorbredden varit 150 räntepunkter sedan det nya systemet togs i bruk den 1 juni 1994:

- Under perioden 11 augusti 1994 till 12 april 1995 var bredden på korridoren 200 räntepunkter. Den 11 augusti annonserade Riksbanken att man höjt utlåningsräntan till 8 procent medan man lämnat inlåningsräntan oförändrad på 6 procent. Samtidigt höjdes reporäntan från 6,92 till 7,20 procent.
- När direktionen den 20 april 2009 beslutade att sänka reporäntan till 0,50 procent beslutade man samtidigt att dra samman räntekorridoren från 150 till 100 räntepunkter för att undvika en negativ ränta på inlåningsfaciliteten.²¹ Korridorbredden återställdes den 7 juli 2010.

21 När reporäntan sänktes till 0,25 procent från den 8 juli 2009 bibehölls dock korridorbredden och inlåningsräntan blev därmed minus 0,25 procent.

Under de första åren med det nya styrsystemet tillämpade Riksbanken en straffränta på 1 procentenhet om en banks utnyttjande av faciliteterna översteg 4 procent av dess ränteberäkningsbas (ett mått på bankens storlek). Syftet med straffräntan var i första hand att bevara de enskilda bankernas incitament att delta i dagslånehandeln, enligt Hörngren (1994, s. 51).

Enligt den nya riksbankslagstiftningen som trädde i kraft 1999 fattas de penningpolitiska besluten av *Riksbankens direktion* och inte som tidigare av Riksbanksfullmäktige och riksbankschefen. Den 5 oktober 1999 beslöt direktionen att förändra beslutsordningen för att fastställa styrräntorna, det vill säga reporäntan samt in- och utlåningsräntorna. Den nya ordningen innebar att direktionen normalt endast fattar beslut om styrräntorna vid de särskilda penningpolitiska mötena, som hålls med 6–8 veckors mellanrum. Därmed upphörde det nära sambandet mellan räntebesluten och de veckovisa marknadsoperationerna. Den 6 december 2000 beslutade direktionen att in- och utlåningsräntans penningpolitiska signaleringsfunktion skulle avskaffas. I stället skulle in- och utlåningsräntan ändras när reporäntan ändrades, så att reporäntan alltid ligger mitt i räntekorridoren. Enligt beslutsunderlaget²² var den främsta anledningen till förändringen att det finns andra sätt att signalera den långsiktiga inriktningen på penningpolitiken som marknaden fäster större vikt vid. En ytterligare anledning som nämndes var att få bort asymmetrin vad gäller relativkostnaden för att använda faciliteterna jämfört med att utnyttja dagslånemarknaden.²³ En tredje anledning till förändringen var att bankernas incitament att bjuda i reporna skulle kunna tänkas minska om reporäntan låg nära taket i räntekorridoren.

5.2 Finjusterande transaktioner

Efter en tids erfarenhet av det nya systemet visade det sig dock att dagslåneräntan i genomsnitt inte motsvarade reporäntan när dagslåneräntan tilläts fluktuera fritt inom räntekorridoren. Fluktuationerna i dagslåneräntan hade enligt Holmberg (1996) ibland tolkats som policysignaler i marknaden. Det utgjorde en oönskad oklarhet i den penningpolitiska signaleringen, vilket medförde att Riksbanken behövde stabilisera dagslåneräntan på något sätt. Det gjorde man genom att 1995 införa *finjusterande transaktioner* vid slutet av varje dag. De finjusterande transaktionerna genomförs normalt varje bankdag mellan klockan 16:00 och 16:40. I dem erbjuder Riksbanken kredit mot säkerhet, alternativt inlåning över natten till styrräntan plus eller minus 0,10 procentenheter. Om banksystemet som helhet har ett likviditetsunderskott vid slutet av dagen så lånar Riksbanken ut medel, men då inte mer än det belopp som motsvarar banksystemets samlade underskott. Motsvarande gäller om banksystemet som helhet har ett likviditetsöverskott vid slutet av dagen. Riksbanken tar då emot medel, men inte ett större belopp än banksystemets samlade överskott. Tilldelningen sker efter principen "först till kvarn", så länge det finns medel kvar att låna ut eller in.

Under perioden 29 oktober 2014 till 18 februari 2015 gjordes de finjusterande transaktionerna till reporäntan i stället för till reporäntan plus eller minus 0,10 procentenheter. Anledningen var att när reporäntan sänktes till noll procent ville man undvika en negativ finjusteringsränta, eftersom man inte var säker på hur en negativ ränta skulle fungera. När Riksbanken sänkte reporäntan till –0,10 procent den 18 februari 2015 återställde man också räntorna för de finjusterande transaktionerna till reporäntan plus eller minus 0,10 procentenheter.

²² Se Elvhult 2000.

²³ Om reporäntan till exempel ligger nära utlåningsräntan blir alternativkostnaden för att låna i utlåningsfaciliteten jämfört med att låna till dagslåneräntan (nära reporäntan) relativt sett lägre än alternativkostnaden för att utnyttja inlåningsfaciliteten jämfört med att placera överskottet till dagslåneräntan.

5.3 Penningpolitiska repor och riksbankscertifikat

Redan under räntetrappans tid, i december 1992, började Riksbanken att emittera egna skuldebrev, så kallade *riksbankscertifikat*, i stället för att göra omvända repor när banken ville dränera marknaden på likviditet. Anledningen var att Riksbanken ville medverka till att begränsa så kallade leveransförbindelser.²⁴ En praxis hade nämligen vuxit fram på penningmarknaden att utfärda en leveransförbindelse i stället för att leverera det fysiska värdepappret för att reglera betalningen vid en repa. På det viset slapp repomotparten den mer omständliga proceduren med registrering av de underliggande värdepappren. Men en risk med det var att motparten kanske inte hade täckning för leveransförbindelsen.

Riksbankscertifikatet är ett diskonteringspapper. När certifikatet användes i en omvänd repa kom det att diskonteras med den ränta som accepterades vid anbudstillfället. Sedan räntekorridoren togs i bruk har Riksbanken genomgående genomfört repor till fast ränta, med undantag av fyra repor under perioden februari till mars 1995 som gjordes till variabel ränta. Det innebar att repovolymen fördelades efter de enskilda aktörernas bud på volym och ränta i auktionen. På det viset blev buden vägledande för reporäntans nivå. Experimentet föll dock inte väl ut då den ändrade tekniken – tvärtemot Riksbankens uttalade förväntningar²⁵ – fick oönskade effekter på räntenivån.

Riksbankens återkommande problem med att bestämma hur stor emissionsvolymen av riksbankscertifikat skulle vara underlättades betydligt då likviditetsprognosen från och med 1994 inte längre behövde ta hänsyn till statens betalningar. Dessa skulle enligt regeringsbeslut ske direkt i marknaden i och med att Riksgäldskontorets möjlighet att placera överskottsmedel och finansiera underskott i Riksbanken slopades från och med den 1 juli 1994.

När Riksbanken försvarade den fasta växelkursen under slutet av 1992 köpte man kronor och sålde utländsk valuta på termin och byggde därigenom upp en stor negativ terminsposition (131 miljarder kronor ultimo 1992) i utländsk valuta. Valutareservens storlek såg därmed större ut än vad den faktiskt var. I mars 1995 beslutade Riksbanken att dra ner den stora terminsskulden i syfte att minska balansomslutningen. Det medförde att den redovisade valutareserven på tillgångssidan av balansräkningen och banksystemets likviditetsöverskott på skuldsidan av balansräkningen minskade med samma belopp. Till följd av det minskade likviditetsöverskottet ändrade Riksbanken löptiden för de veckovisa riksbankscertifikaten från två veckor till en vecka från och med den 2 juli 1996. Terminsskulden avvecklades slutgiltigt den 1 september 1997. Redan den 15 april 1997 hade emellertid neddragningen av terminsskulden resulterat i att banksystemets likviditetsöverskott övergått i ett likviditetsunderskott, och Riksbanken fick övergå till att tillföra likviditet till banksystemet via penningpolitiska repor i stället för att som tidigare dränera systemet på likviditet genom att erbjuda riksbankscertifikat. Detta skifte kan man tydligt se i Diagram 13.

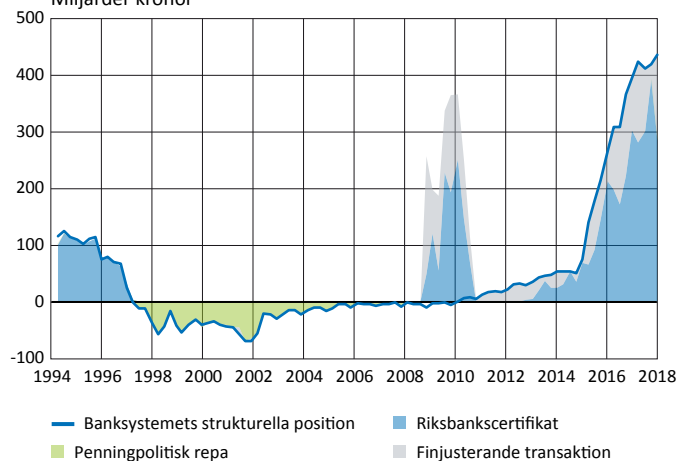
Under hela perioden 1997–2007 hade banksystemet ett likviditetsunderskott, se Diagram 13. Riksbanken använde sig då av veckovisa penningpolitiska repor med en veckas löptid för att förse banksystemet med likviditet. Under sommaren 2008 var storleken på reporna så små att man riskerade att omväxlande få tillföra eller dränera banksystemet på likviditet i de veckovisa operationerna. I det läget genomförde Riksbanken en så kallad strukturell transaktion i utländsk valuta. Från och med den 8 september 2008 sålde Riksbanken utländsk valuta och köpte kronor till ett värde av 5 miljarder kronor. Man gjorde det för att banksystemet även fortsättningsvis skulle ha ett finansieringsbehov och man skulle kunna fortsätta med de veckovisa reporna. På det viset slapp man att omväxlande genomföra repor för att tillföra likviditet eller emittera certifikat för att dra in likviditet. Ett skäl att undvika det var att Riksbankens motparter ansåg att sådana veckovisa slag medför att den korta likviditetshanteringen blir mer administrativt krävande. Avsikten var att börja emittera

24 Se pressmeddelande 65/1992 av den 12 november 1992: "Riksbanken ger ut riksbankscertifikat".

25 Enligt pressmeddelande 5/1995 den 9 februari 1995: "Rådande ränteförväntningar gör att Riksbanken bedömer att variabla repor nu kan introduceras utan att den ändrade tekniken ger oönskade eller drastiska effekter på räntenivån".

riksbankscertifikat när banksystemet hade hamnat i ett stadigt läge med likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. Detta kom dock att ske snabbare än man hade tänkt sig.

Diagram 13. Riksbankens öppna marknadsoperationer 1994–2018
Miljarder kronor



Källa: Sveriges riksbank

I oktober 2008 var det uppenbart att den internationella finansiella oron även påverkade finansmarknaderna i Sverige. Marknaderna för långfristiga krediter fungerade allt sämre. I det läget lanserade Riksbanken en *lånefacilitet i svenska kronor* för att öka tillgången på krediter med längre löptider. I en första auktion för lån med tre månaders löptid den 6 oktober lånade bankerna 100 miljarder kronor. I ett slag omvandlades banksystemets kortfristiga finansieringsbehov i Riksbanken till ett placeringsbehov. I Diagram 13 behandlas utlåningen under krisen 2008–2009 som tillfällig, eftersom lånen var tidsbegränsade, och den påverkar därför inte banksystemets strukturella likviditetsposition gentemot Riksbanken.

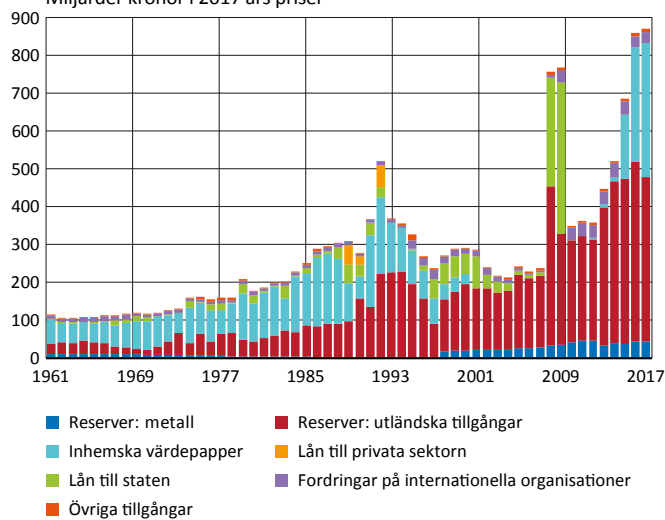
Till att börja med lånade Riksbanken in överskottslikviditeten via de dagliga finjusteringarna. För att få ner storleken på finjusteringarna började Riksbanken den 14 oktober att emittera riksbankscertifikat med en veckas löptid. Den dramatiskt ökade utlåningen till den privata sektorn i Diagram 14 har sin spegelbild i ökad emission av riksbankscertifikat samt ökad inlåning i form av finjusteringar i Diagram 13 och Diagram 15 (i det senare diagrammet inkluderas riksbankscertifikaten i posten Övriga skulder). Under perioden 1 juni till 13 oktober 2010, erbjöds även varje vecka riksbankscertifikat med längre löptid än en vecka. Dessa förföll i samband med närmast planerade penningpolitiska möten. I samband med introduktionen av de längre certifikaten gjordes också riksbankscertifikaten återförsäljningsbara. Det gällde både de med en veckas löptid och de med längre löptid. Certifikaten kunde återförsäljas till Riksbanken till en extra kostnad av 2 räntepunkter och med likvid nästa dag. Syftet med den möjligheten var att göra certifikaten mer attraktiva och därmed kunna dra in en större del av överskottslikviditeten på längre löptider i stället för att låna in stora belopp över natten varje dag.²⁶

I Queijo von Heideken och Sellin (2014) studerade vi hur Riksbankens räntestyrning fungerade före, under och efter den finansiella krisen, det vill säga perioden oktober 2007 till februari 2014. Vi fann att banksystemets stora likviditetsöverskott, som var ett resultat av Riksbankens extraordinära utlåning under krisen, kan förknippas med att korta interbankräntor pressas ner mot finjusteringsräntan. Den effekten blev dock liten när merparten av överskottet placerades i riksbankscertifikat. Vi konstaterade också att ju större

²⁶ Under 2014 gjordes en mindre justering av emissionsvillkoren för att undvika alltför frekvent återförsäljning, vilket skulle medfört en onödigt stor påverkan på räntebildningen på dagslånemarknaden. Riksbanken beslutade då att från och med den 16 december höja avgiften för återförsäljning från 2 till 10 räntepunkter samt att återförsäljningsrätten inte skulle gälla på anbudsdagen. Bakgrunden var att det hade inträffat att aktörer som fått tilldelning av riksbankscertifikat omedelbart hade återförsälat dessa till Riksbanken för att säkerställa att det fanns gott om likviditet att placera över natten.

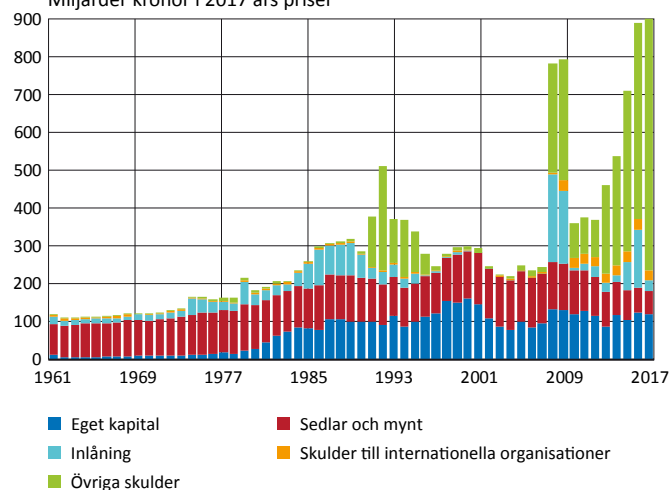
överskottet var, desto mindre blev omsättningen bland de penningpolitiska motparterna i daglånemarknaden. Men den effekten blev också liten när merparten av överskottet placerades i riksbankscertifikat. Vår generella slutsats var att räntestyrningssystemet hade lyckats med uppgiften att stabilisera de kortaste räntorna nära reporäntan. Samma slutsats kom vi fram till tidigare med hjälp av en mindre teknisk analys i Sellin och Åsberg Sommar 2012 och 2014. Hur väl de korta räntorna följer Riksbankens styrräntor illustreras i Diagram 16. Under större delen av perioden följer räntor med löptiderna tomorrow-next (STIBOR T/N) och en vecka (STIBOR 1W) Riksbankens reporänta och ligger inom den korridor som utgörs av Riksbankens in- och utlåningsräntor.

Diagram 14. Riksbankens tillgångar 1961–2017
Miljarder kronor i 2017 års priser



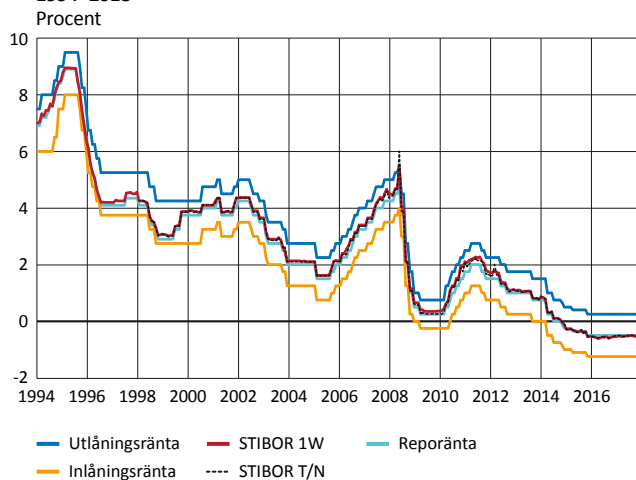
Källa: Sveriges riksbank

Diagram 15. Riksbankens skulder och eget kapital 1961–2017
Miljarder kronor i 2017 års priser



Källa: Sveriges riksbank

Diagram 16. Riksbankens styrräntor och korta marknadsräntor
1994–2018



Källa: Sveriges riksbank

5.4 Köp och försäljning av obligationer

Riksbankens portfölj av svenska värdepapper avvecklades under 2001, se Diagram 14. Redan 1998 meddelade Riksbanken att man avsåg att minska sitt innehav av statspapper med 20 miljarder kronor och att ”orsaken är att nuvarande storlek på Riksbankens inhemska värdepappersportfölj – nominellt värd 47 miljarder kronor – inte längre fyller någon penningpolitisk funktion”.²⁷ I slutet av 1990-talet användes portföljen främst i marknadsvårdande syfte, vilket innebar att Riksbanken tillhandahöll en repofacilitet i svenska värdepapper till marknadsgaranterna. Den gjorde det möjligt för dessa att låna ett papper som det var svårt att få tillgång till på marknaden.

I november 1999 beslutade regeringen att den marknadsvårdande repofaciliteten skulle övergå till Riksgälden. I samband med det kom man även fram till att det inte fann några kvarvarande motiv till att Riksbanken skulle innehå en portfölj av inhemska värdepapper.²⁸ Innehavet i den svenska portföljen bestod vid denna tidpunkt huvudsakligen av statsobligationer. Det fanns även ett mindre innehav av statsskuldväxlar och bostadsobligationer, men dessa förföll under 2000. Den 17 maj 2001 beslutade riksdagen att Riksbanken skulle göra en extraordinär inleverans av vinstmedel till staten. Som inleverans överförde Riksbanken den 13 juni sin återstående portfölj av svenska statsobligationer till Riksgäldskontoret till ett värde av 20 miljarder kronor. Slutsatsen att en inhemska portfölj inte fyller någon penningpolitisk funktion bygger på premissen att ”dagens effektiva marknader har medfört att interventioner i praktiken inte har en långsiktig påverkan på räntebildningen”.²⁹ Den finansiella krisen under 2008–2009 visade emellertid att man inte kan förutsätta att marknaderna alltid fungerar effektivt. Dessutom har vi sett att de korta räntorna i en kris-situation kan komma att hamna nära noll. Om man i ett sådant läge vill stimulera ekonomin ytterligare är ett alternativ att köpa obligationer på marknaden.

Som en kompletterande penningpolitisk åtgärd började Riksbanken i februari 2015 att köpa svenska statsobligationer. Dessa köp finansierades genom att Riksbanken ökade inlåningen från de penningpolitiska motparterna, se Diagram 13 och Diagram 15. Det har medfört att banksystemet sedan 2015 har ett stort likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. Syftet med köpen var att pressa ner det allmänna ränteläget i ekonomin. När räntan på säkra tillgångar faller som en följd av att Riksbanken köper statsobligationer blir det nämligen mer

²⁷ Pressmeddelande 11/1998 den 9 mars 1998.

²⁸ Se Risberg och Lybeck 2000.

²⁹ Se Risberg och Lybeck 2000, s. 4.

attraktivt för investerare att söka sig till alternativa tillgångar. På så sätt sprider sig de lägre räntorna på statsobligationer vidare till övriga delar av de finansiella marknaderna. Andra kanaler fungerar genom att köpen tolkas som att Riksbankens styrränta kommer att vara låg under en längre tid eller genom att banksystemets överskott ökar.

Riksbanken köpte obligationer med hjälp av omvända auktioner där Riksbankens penningpolitiska motparter och Riksgäldskontorets återförsäljare hade möjlighet att delta. En omvänd auktion är en lägsta bud-auktion som innebär att den som bjudit den högsta räntan (det lägsta priset) får tilldelning först. Därefter får den som bjudit den näst högsta räntan tilldelning och så vidare tills hela den utbudna volymen har fördelats. På det sättet blev pris-sättningen och fördelningen av Riksbankens transaktioner transparent för marknaden. De Rezende, Kjellberg och Tysklind (2015) bedömer att Riksbankens köp av statsobligationer har bidragit till att svenska räntor blev lägre än de annars skulle ha varit. De visar också att köpen har bidragit till att minska ränteskillnaden mot omvärlden och till att kronan blev svagare än den annars skulle ha varit.

5.5 Sammanfattning

I det här avsnittet har vi sett hur Riksbanken tog ännu ett steg för att få till ett mer flexibelt räntestyrningssystem i och med att man ersatte räntetrappan med räntekorridoren. I det nya systemet kunde man ändra styrräntan i så små steg som man önskade. Tack vare de dagliga finjusterande transaktionerna kunde man dessutom styra dagslåneräntan med stor precision oberoende av om banksystemet hade ett likviditetsunderskott eller ett likviditetsöverskott gentemot Riksbanken.

6 Sammanfattning och slutsatser

Ett räntestyrningssystem behöver löpande utvecklas och anpassas till en föränderlig omgivning och till vad systemet ska kunna åstadkomma. Det handlar ofta om mindre justeringar men vid större utmaningar kan det krävas så stora förändringar att det snarast handlar om att ersätta ett räntestyrningssystem med ett nytt. Detta är det mönster vi har funnit när vi studerat Riksbankens räntestyrningssystem från 1885 fram till i dag.

I *diskontosystemet* (1885–1961) introducerade Riksbanken 1893 returdiskontot som gav systemet mer flexibilitet. Men förändringar i diskontot visade sig till slut vara ett alltför trubbigt instrument för att snabbt kunna motverka oönskade valutaflöden som hotade den fasta växelkursen. *Straffräntesystemet* (1961–1985) som ersatte diskontosystemet möjliggjorde snabbare höjningar av räntekostnaden för bankerna att låna i Riksbanken. Upplåning till straffräntan fick i första hand effekter på penningmarknadsräntorna, vilka var av avgörande betydelse för valutaflödena. När riksbanksfullmäktige ville ha möjligheten att ändra räntan i mindre steg ersatte Riksbanken straffräntesystemet med *räntetrappan* (1985–1994). Stegens höjd och djup justerades vid flera tillfällen och höjden på stegen minskades successivt över tiden. Till slut nådde man en punkt där man inte kunde minska höjden på stegen längre utan att det skulle få negativa konsekvenser för aktiviteten på interbankmarknaden. I det läget införde Riksbanken i stället *räntekorridoren* (från 1994), där det inte finns några begränsningar för i hur små steg styrräntorna kan förändras. Det nya räntestyrningssystemet kompletterades under 1995 med dagliga finjusterande transaktioner för att dämpa variabiliteten i dagslåneräntan.

En lärdom man kan dra från Riksbankens tillämpning av olika räntestyrningssystem är hur viktigt det är för en centralbank att kontrollera den allra kortaste räntan – dagslåneräntan. När Riksbanken införde såväl räntetrappan som räntekorridoren verkar man ha undervärderat betydelsen av dagslåneräntan. Vid införandet av räntetrappan fokuserade man inledningsvis på sexmånadersräntan, men efter en tid började man även att ta hänsyn till hur dagslåneräntan utvecklades. Samma mönster upprepades när Riksbanken införde

räntekorridoren 1994: Inledningsvis fokuserade man på tvåveckorsräntan, men efter några månader införde man finjusterande transaktioner för att stabilisera dagslåneräntan. Även om Riksbanken har ambitionen att styra en längre ränta så kommer man aldrig undan att stabilisera dagslåneräntan. Dagslåneräntan har nämligen stor betydelse som ett ankare för avkastningskurvan och är den ränta som Riksbanken typiskt sett har lättast att påverka. Förutsatt att räntemarknaderna fungerar väl så kommer förändringar i dagslåneräntan påverka marknadsräntor med längre löptider och därigenom även de räntor som företag och hushåll möter. Om räntemarknaderna inte fungerar väl måste Riksbanken agera för att åtgärda det. I början av 1990-talet tog Riksbanken på sig en marknadsvårdande funktion, vilken senare övertogs av Riksgälden. Det är helt klart i Riksbankens intresse att den eller någon annan myndighet tar ansvar för att de finansiella marknaderna fungerar på ett tillfredsställande sätt så att man får ett effektivt genomslag av penningpolitiken.

En annan lärdom man kan dra är vikten av tydlig *signalering* från en centralbanks sida. Redan under diskontosystemets tid utvecklade Riksbanken ett tydligt agerande där man genom att ändra returdiskontot signalerade hur Riksbanken bedömde att ränteläget borde utvecklas framöver. Under straffräntesystemet blev förändringar i straffräntan i stället en tydlig signal om vilken nivå de korta räntorna borde ligga på. Under räntetrappans första period ändrade Riksbanken taktik. I stället för att som tidigare annonsera en styrränta genomförde man i stället marknadsoperationer och lät marknaden gissa vilket ränteläge Riksbanken ville ha. Detta ledde till att signaleringen tidvis blev otydlig men det rättades till när Riksbanken började annonsera beslut om förändringar av marginalräntan. Under räntekorridorens första period tjänade Riksbankens in- och utlåningsräntor som ett verktyg för fullmäktige att signalera inriktningen av penningpolitiken på lite längre sikt. I och med att direktionen tog över besluten om Riksbankens samtliga styrräntor kom fokus mer att hamna på besluten om reporäntan. In- och utlåningsräntorna bestämdes utifrån reporäntan som kom att ligga i mitten av räntekorridoren. Att det är viktigt att Riksbanken är tydlig i sin signalering illustreras också av det mindre lyckade experimentet med variabla repor i början av 1995. Efter det använde Riksbanken alltid en fast ränta vid de penningpolitiska reporna. Sedan februari 2007 har Riksbanken även publicerat en egen prognos för den framtida reporäntan.

En tredje lärdom är att en centralbank behöver välja *penningpolitiska motparter* utifrån vad man vill uppnå. Vill man styra de korta penningmarknadsräntorna, vilket förefaller ha varit det naturliga valet för Riksbanken under större delen av den studerade perioden, så gäller det att man har motparter som är aktiva på den marknaden. Under diskontoperioden var det viktigaste verktyget rediskontering av affärsväxlar och Riksbanken tecknade då rediskonteringsavtal med affärsbankerna. När Riksbanken införde primary dealer-systemet 1991 ställde man i stället explicit krav på motparterna att de skulle vara aktiva på de marknader som var relevanta för penningpolitiken. När Riksbanken i februari 2015 började köpa svenska statsobligationer som en kompletterande penningpolitisk åtgärd vände man sig till Riksgäldskontorets återförsäljare av statsobligationer.

En fjärde lärdom är att Riksbanken får vara beredd på att ändra vilken sorts *finansiella instrument* man använder sig av i sina operationer och som säkerhet vid kredit. De finansiella marknaderna utvecklas över tiden, vilket innebär att en del finansiella instrument försvinner och nya tillkommer. Fram till början av 1930-talet dominerade diskonteringen av affärsväxlar i Riksbankens genomförande av penningpolitiken. Men när företagen slutade använda växlarna i allt större utsträckning fick Riksbanken i stället mer och mer använda sig av kredit med obligationer som säkerhet. I början av 1980-talet utvecklades penningmarknaden i Sverige och Riksbanken kunde använda sig av de nya statsskuldväxlarna för att genomföra marknadsoperationer.

En sista lärdom vi drar är att en centralbank behöver erbjuda både *utlåning och inlåning* i penningpolitiskt syfte för att på ett effektivt sätt kunna styra de kortaste räntorna såväl när banksystemet har ett likviditetsunderskott som när det har ett likviditetsöverskott. Under

de tidigare perioderna erbjöd Riksbanken endast utlåning i penningpolitiskt syfte. Det medförde att penningpolitiken tenderade att bli ineffektiv under perioder då banksystemet hade gott om likviditet. Under straffränteperioden åtgärdade man detta genom att införa kassakrav för att tvinga bankerna att låna i Riksbanken. Under räntetrappans tid införde man så småningom inlåningssteg i trappan, och i räntekorridoren är ju själva idén att Riksbanken alltid erbjuder både ut- och inlåning och därigenom sätter gränserna för dagslåneräntan. Med hjälp av den implicita räntekorridor som utgörs av de finjusterande transaktionerna har Riksbanken lyckats styra dagslåneräntan oavsett om banksystemet har haft ett likviditetsunderskott eller ett likviditetsöverskott.

Det nuvarande räntestyrningssystemet med en räntekorridor och finjusterande transaktioner har fungerat väl. Men kan det hantera de nya utmaningar som Riksbanken står inför? Dessa utmaningar består främst i de snabba förändringar som just nu pågår på betalningsmarknaden, med önskemål om att kunna göra snabba betalningar dygnet runt alla dagar på året. Dessa förändringar kommer att ställa större krav på de betalningssystem som Riksbanken tillhandahåller, exempelvis vad gäller öppettider. Räntestyrningssystemet behöver då anpassas till dessa förändringar. Vår preliminära bedömning är dock att korridorssystemet är tillräckligt flexibelt för att de nödvändiga anpassningarna ska kunna hanteras inom ramarna för det nuvarande räntestyrningssystemet.

Referenser

Arnberg, Johan W. (1886), "Bankfrågan inför Riksdagen", föredrag vid Nationalekonomiska föreningens sammanträde den 28 oktober.

Berg, Claes och Lars Jonung (1999), "Pioneering price level targeting: The Swedish experience 1931-1937", *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, nr. 3, s. 525–551.

Bergqvist, Robert och Ann Westman Mårtensson (1992), "Riksbanken och primary dealers", *Penning- och valutapolitik*, nr. 1, s. 13–17.

Bohlin, Jan (2010), "From appreciation to depreciation – the exchange rate of the Swedish krona, 1913-2008", i *Exchange rates, prices, and wages 1277-2008*, red. av Jan Bohlin, Rodney Edvinsson, Bo Franzén, Tor Jacobson, Håkan Lobell, Svante Prado, Johan Söderberg och Daniel Waldenström, Sveriges riksbank och Ekerlids Förlag.

Carlson, Benny (2011), "Från guldmyntfot till prisnivåmål: Svensk penning- och valutapolitik i dagspressen på 1930-talet", *Penning- och valutapolitik*, nr. 1, s. 29–62.

Cassel, Gustav (1916), "Dyrtid och sedelöverflöd", föredrag vid Nationalekonomiska föreningens sammanträde den 26 september.

De Rezende, Rafael B., David Kjellberg och Oskar Tysklind (2015), "Effekter på finansiella priser av Riksbankens statsobligationsköp", *Ekonomisk kommentar*, nr. 13, Sveriges riksbank.

Edvinsson, Rodney och Johan Söderberg (2010), "The evolution of Swedish consumer prices 1290-2008", i *Exchange rates, prices, and wages 1277-2008*, red. av Jan Bohlin, Rodney Edvinsson, Bo Franzén, Tor Jacobson, Håkan Lobell, Svante Prado, Johan Söderberg och Daniel Waldenström, Sveriges riksbank och Ekerlids Förlag.

Elvhult, Ann (2000), "De stående faciliteternas utformning – ska signaleringsfunktionen finnas kvar?", intern promemoria, december 2000. (Protokollsbilaga C till Direktionens särskilda protokoll 2000-12-06)

Fransson, Lina och Oskar Tysklind (2016), "Penningpolitikens effekter på räntor", *Penning- och valutapolitik*, nr. 1, s. 36–56.

Fregert, Klas (2018), "Sveriges Riksbank: 350 Years in the Making", i *Sveriges Riksbank and the History of Central Banking*, red. av Rodney Edvinsson, Tor Jacobson och Daniel Waldenström, Cambridge University Press.

Holmberg, Karolina (1996), "Riksbankens styrning av de korta räntorna", *Penning- och valutapolitik*, nr. 4, s. 22–28.

Håfors, Arne (1995), "En statlig affärsbank i Sverige: Drivkrafter och motiv 1910-1930", Uppsala Papers in Financial History, Report No. 7.

Hörngren, Lars (1994), "Riksbankens nya räntestyrningssystem", *Penning- och valutapolitik*, nr. 2, s. 48–53.

Jonung, Lars (1993), "Riksbankens politik 1945–1990", i *Från rättereglering till inflationsnorm* red. av Lars Werin, SNS Förlag.

Kock, Karin (1961), *Kreditmarknad och räntepolitik 1924–1958*, Första delen, Almquist och Wiksell, Uppsala.

Kock, Karin (1962), *Kreditmarknad och räntepolitik 1924–1958*, Andra delen, Almquist och Wiksell, Uppsala.

Koivisto, Antti och Göran Zettergren (1988), "Räntestyrning och variabilitet", *Kredit- och valutaöversikt*, nr. 3, s. 14–24.

Larsson, Mats (1993), "Aktörer, marknader och regleringar – Sveriges finansiella system under 1900-talet", Uppsala Papers in Financial History, Report nr. 1.

Larsson, Mats och Gabriel Söderberg (2017), *Finance and the welfare state – Banking development and regulatory principles in Sweden, 1900-2015*. Palgrave Studies in the History of Finance.

Lobell, Håkan (2010), "Foreign exchange rates 1804-1914", i *Exchange rates, prices, and wages 1277-2008* red. av Jan Bohlin, Rodney Edvinsson, Bo Franzén, Tor Jacobson, Håkan Lobell, Svante Prado, Johan Söderberg och Daniel Waldenström, Sveriges riksbank och Ekerlids Förlag.

Lotsberg, Kari (1994), "Riksbanken reducerar kassakraven för bankerna till noll", *Penning- och valutapolitik*, nr. 2, s. 45–47.

Mitlid, Kerstin och Magnus Vesterlund (2001), "Räntestyrning i penningpolitiken – hur går det till?", *Penning- och valutapolitik*, nr. 1, s. 19–41.

Norgren, Claes (1986), "Bankernas upplåning i riksbanken", *Kredit- och valutaöversikt*, nr. 3, s. 15–25.

Otz, Annika (2005), "Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken", *Penning- och valutapolitik*, nr. 2, s. 38–48.

Queijo von Heideken, Virginia och Peter Sellin (2014), "Banksystemets likviditetsöverskott och räntebildningen", *Penning- och valutapolitik*, nr. 3, s. 60–75.

Risberg, Camilla och Johanna Lybeck (2000), "Den inhemska värdepappersportföljen", intern promemoria, 2000-02-16 (Utkast 9).

Sellin, Peter och Per Åsberg Sommar (2012), "Översyn av Riksbankens penningpolitiska styrsystem", *Penning- och valutapolitik*, nr. 2, s. 43–65.

Sellin, Peter och Per Åsberg Sommar (2014), "Riksbankens penningpolitiska styrsystem – en översyn", *Riksbanksstudier*.

SOU 1982:52, *En effektivare kreditpolitik*, Betänkande av kreditpolitiska utredningen.

Sveriges riksbank: Statistisk årsbok, olika årgångar 1957–1977.

Sveriges riksbank (1986): "Ränteutvecklingen 1985 och 1986", *Kredit- och valutaöversikt*, nr. 3, s. 5–14.

Sveriges riksbank (1988), "Ränteutvecklingen våren 1987 – sommaren 1988", *Kredit- och valutaöversikt*, nr. 3, s. 5–13.

Sveriges riksbank: "Penning- och valutapolitiken 19XX" (för åren 1989–1994) i *Penning- och valutapolitik*, nr. 1, 1990–1995.

Sveriges Riksdag. *Redogörelse till riksdagen: Fullmäktiges i riksbanken förvaltningsberättelse för år 19XX* (för åren 1978–1989)

Wallenberg, André O. (1885), "Bankfrågans läge och dermed nära sammanhängande frågor", föredrag på Nationalekonomiska Föreningens möte den 17 december.

Wennerberg, A. (1924), "Sveriges Riksbank och dess diskontopolitik under och efter världskriget", *Ekonomisk Tidskrift*, Årg. 26, häfte 11/12, s. 226–256.

Westman Mårtensson, Ann (1992), "Räntetrappan", *Penning- och valutapolitik*, nr. 4, s. 21–26.

Wetterberg, Gunnar (2009), *Pengarna och makten: riksbankens historia*, Atlantis: Stockholm.

Ögren, Anders (1995), "Riksbankens penningpolitik – Kreditförsörjning och prisstabilitet 1869–1881", Uppsala Papers in Financial History, Report nr. 6.