

Hur genomförs penningpolitiken i praktiken?

Anders Vredin och Per Åsberg Sommar*

Anders Vredin är senior rådgivare vid Riksbankens avdelning för penningpolitik och Per Åsberg Sommar är enhetschef vid Riksbankens avdelning för marknader

När man diskuterar centralbankers beslut om det som brukar kallas penningpolitik i olika sammanhang – till exempel i media, i akademiska miljöer eller för den del mellan privatpersoner – ligger fokus ofta på hur ”räntan” kan förväntas utvecklas framöver. Det brukar också diskuteras hur räntan kan påverka, och påverkas av, utvecklingen av inflationen och konjunkturen mer generellt. Det är däremot sällan man intresserar sig för exakt vilken ränta det handlar om, hur centralbanker genomför sina räntebeslut och hur kanalerna ser ut mellan centralbankens instrument och ekonomin i övrigt.

I denna artikel ger vi en bred bild av centralbankens uppgifter och verktygslåda. Vi belyser också många förhållanden som centralbanker behöver ta hänsyn till när de utformar sina system för att styra ränteläget och andra metoder för att påverka det finansiella systemet och ekonomin i stort.

1 Vad är det som ska styras?

Det finns stora likheter mellan hur centralbanker genomför sin penningpolitik i olika länder. Den konkreta utformningen påverkas dock av hur det finansiella systemet ser ut och här finns fortfarande vissa skillnader mellan länder. Det finansiella systemet förändras över tiden vilket också leder till olika praxis när det gäller detaljerna i det penningpolitiska styrsystemet.¹

I denna artikel börjar vi med att beskriva vilka uppgifter centralbanker har, eftersom det självfallet har konsekvenser för hur de utformar sina styrsystem. Därefter går vi in på vilka metoder de använder för att påverka ränteläget och försörjningen med likviditet och krediter i ekonomin. Slutligen lyfter vi fram några viktiga faktorer och principer de behöver beakta när styrsystemen utformas.

* Författarna vill tacka Christoph Bertsch, Caroline Jungner och Ulf Söderström för värdefulla kommentarer på tidigare versioner och Buster Carlsen för hjälp med data och figurer. De åsikter som uttrycks i artikeln är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

¹ En systematisk sammanställning av hur centralbanker utformar sina penningpolitiska styrsystem återfinns i Borio (1997), följd av Sellin och Åsberg Sommar (2014), Bindseil (2016) samt Hansson och Wallin Johansson (2023 b).

Centralbanker har inte exakt samma uppgifter i alla länder, men det finns ändå stora likheter när det gäller hur målen för deras verksamhet är formulerade. Överlag handlar det om att upprätthålla prisstabilitet, hög sysselsättning och stabilitet och effektivitet i det finansiella systemet. I tabell 1 sammanfattar vi hur målen ser ut för några olika centralbanker.

Tabell 1. Centralbankers mål och uppgifter

Centralbank	Mål
Norges Bank	<ul style="list-style-type: none"> • Upprätthålla ett stabilt penningvärde och främja stabilitet i det finansiella systemet och ett säkert och effektivt betalningssystem • Bidra till hög och stabil produktion och sysselsättning
Reserve Bank of New Zealand	<ul style="list-style-type: none"> • Ekonomiska mål: <ul style="list-style-type: none"> ○ Uppnå och upprätthålla stabilitet i den allmänna prisnivån på medellång sikt ○ Stödja maximal hållbar sysselsättning • Finansiell stabilitet: <ul style="list-style-type: none"> ○ Skydda och främja stabiliteten i det finansiella systemet
Europeiska centralbanken	<ul style="list-style-type: none"> • Primärt: Upprätthålla prisstabilitet • Sekundärt: Stödja den allmänna ekonomiska politiken i EU, bidra till andra myndigheters genomförande av policier för stabiliteten i det finansiella systemet
Bank of England	<ul style="list-style-type: none"> • Skydda och förstärka stabiliteten i det finansiella systemet • Penningpolitik: <ul style="list-style-type: none"> ○ Upprätthålla prisstabilitet ○ Stödja regeringens ekonomiska politik, inklusive mål för tillväxt och sysselsättning
Federal Reserve	Främja maximal sysselsättning, stabila priser och dämpade långsiktiga räntor
Sveriges riksbank	<ul style="list-style-type: none"> • Överordnat mål: upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation • Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet: bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning • Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet: bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt, inbegripet att allmänheten ska kunna göra betalningar

Källa: The Bank of England Act, 1998; Federal Reserve Act; Lov om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbankloven); Reserve Bank of New Zealand Act 2021; Lag om Sveriges riksbank; The mandate of the ECB: [The mandate of the ECB: Legal considerations in the ECB's monetary policy strategy review](#)

Utöver att ett välfungerande finansiellt system kan vara ett mål i sig, så spelar det finansiella systemet stor roll för att centralbanken ska kunna uppnå sina mål för prisstabilitet och sysselsättning. Centralbankens åtgärder verkar nämligen via det finansiella systemet. För att kunna omsätta beslut om penningpolitik och finansiell stabilitet i praktiken behöver centralbanken ha möjlighet att kunna göra finansiella transaktioner med aktörer i det finansiella systemet. Systemets egenskaper påverkar därför hur centralbanken behöver utforma sina åtgärder.

Visserligen kan verktygen skilja sig något mellan centralbanker, men de verkar alla i grunden genom det finansiella systemet. Det finansiella systemet brukar sägas ha tre huvudfunktioner: underlätta betalningar, omvandla sparande till investeringar och underlätta riskhantering. Dessa funktioner utnyttjas dagligen av individer, hushåll, företag och andra organisationer. Privata banker och andra så kallade finansiella intermediärer hjälper till med detta, men det finansiella systemet har visat sig ha vissa inneboende instabiliteter som gör att det också behövs en bank för de privata bankerna – en statlig centralbank.² Något förenklat kan man säga att centralbankens roll är att se till att mängden betalningsmedel i samhället, det vill säga likviditeten, utvecklas så att ekonomin kan växa i en god och stabil takt.³ I detta ingår att centralbanken ska kunna koordinera likviditetstöd när behov uppstår, och låna ut pengar till solida men illikvida banker – agera ”lender of last resort”.

För att ekonomin ska kunna fungera effektivt måste det dels finnas allmänt accepterade och likvida betalningsmedel, dels system för individer och organisationer att genomföra betalningar för de tjänster och varor som de vill byta med varandra. De måste också kunna ge krediter till varandra. Det är inte effektivt att hålla allt sitt sparande i form av betalningsmedel eller andra tillgångar som snabbt kan förvandlas till betalningsmedel, det vill säga tillgångar som är höglikvida. Sparandet kan ge högre avkastning om det också kan användas till att finansiera mer långsiktiga investeringar. Därför har privatpersoner ofta en tillgångsportfölj som består både av likvida medel, till exempel kontanter eller insättningar på bankkonton för löpande utgifter, och av finansiella placeringar, till exempel obligationer och aktier, för mer långsiktigt sparande. Till detta kommer reala tillgångar, som bostäder.

Banker fyller en viktig funktion genom att de hjälper hushållen och företagen med att placera en del av sparandet i investeringar som ger positiv avkastning, samtidigt som de gör det möjligt att ha tillgång till likvida medel för betalningar. Sedlar och mynt utgivna av staten har historiskt haft en viktig roll i betalningssystemet, men olika former av privata pengar har också alltid varit viktiga. Allmänheten har sedan mycket lång tid gjort sina betalningar genom att variera antingen de pengar de håller på konton i privata banker eller sina skulder till bankerna.⁴ Allmänhetens behållningar på bankkonton är affärsbankspengar. Sedlar och mynt som centralbanker ger ut liksom bankernas fordringar på centralbanken är centralbankspengar. Numera sker i stort

² Det räcker dock inte med en centralbank. Det behövs regleringar av det finansiella systemet också, och övervakning från både centralbanken och reglerande myndigheter. I Sverige ansvarar Finansinspektionen för regleringarna och övervakningen av det finansiella systemet. I vissa länder ligger detta under centralbanken. Fokus här ligger på centralbankens roll som ”bankernas bank”.

³ Se Capie m.fl. (1994).

⁴ Se till exempel Roberds och Velde (2016).

sett alla hushållens och företagens betalningar med affärsbankspengar och enbart en mycket liten del med centralbankspengar. Bankernas transaktioner med varandra sker dock ofta via konton hos centralbanken med kontobaserade centralbankspengar.

Banker gör hela tiden transaktioner med varandra, främst för att bankernas kunder gör betalningar till varandra. Överföringarna mellan banker görs i ett centralt betalningssystem som oftast tillhandahålls och drivs av centralbanken. Om en stor del av en banks kunder plötsligt skulle vilja ta ut mycket av sitt sparande kan banken få svårt att få fram betalningsmedlen. Banken har nämligen lånat ut det sparandet på längre sikt, för att skapa högre avkastning. Då kan bankerna låna av varandra, eventuellt med centralbanken som intermediär, där centralbanken tar emot insättningar från en bank och lånar ut till en annan. Under normala omständigheter sker en stor mängd transaktioner mellan bankerna under dagen, utan att det leder till några större skulder vare sig mellan bankerna eller till centralbanken över natten. Men ibland uppstår det störningar som gör att banksystemet behöver göra stora insättningar eller låna hos centralbanken mer varaktigt. De räntor och villkor som centralbanken bestämmer för sådana lån och insättningar påverkar räntorna som bankerna sedan sätter både på transaktionerna sinsemellan och i förhållande till sina kunder.

Behovet av betalningsmedel förändras över tiden, till exempel till följd av förändringar i den ekonomiska aktiviteten. Detta skulle i princip kunna leda till stora variationer i räntor när hushåll och företag vill ändra fördelningen av sitt sparande. Om det finns för mycket eller för lite betalningsmedel i ekonomin kan det också leda till att priserna på varor och tjänster höjs eller sänks, det vill säga att vi får inflation eller deflation. Även om det är naturligt att priser och räntor förändras kan alltför stora fluktuationer leda till att den ekonomiska aktiviteten blir mer instabil än önskvärt. Centralbanken ska som bankernas bank därför se till att försörjningen med betalningsmedel och krediter fungerar smidigt och främjar en god och stabil ekonomisk utveckling. Det är skälet till att centralbanker ofta har mål och uppgifter som i exemplet i tabell 1: prisstabilitet, stabil och hög produktion och sysselsättning samt stabilitet och effektivitet i betalningssystemet och det finansiella systemet i övrigt.

2 Hur styr centralbanken räntor och likviditetsförsörjningen?

Vi kan utgå från Riksbankens balansräkning för att beskriva hur Riksbanken kan påverka ränteläget i ekonomin och likviditetsförsörjningen, vilket i sin tur har betydelse för kreditförsörjning, inflation, och sysselsättning. Du hittar balansräkningen i tabell 2.

Tabell 2. Riksbankens balansräkning 2022-12-31

Miljoner kronor

Tillgångar		Skulder	
Guld	76 488	Inlåningsfacilitet	574 293
Fordringar på IMF	116 053	Emitterade skuldcertifikat	583 848
Valutareserv	482 336	Skuld till Riksgälden i utländsk valuta	76 140
Strukturella transaktioner	-	Motpost till särskilda dragningsrätter	90 833
Utlåningsfacilitet	-	Övriga skulder	11 087
Värdepapper i SEK	823 744	Avsättningar	423
Övrigt	1 340	Värderegleringskonton	116 563
		Eget kapital	62 522
		Utelöpande sedlar och mynt	64 956
		Redovisat resultat	-80 734
Summa	1 499 961	Summa	1 499 961

Anm: För räkenskapsåret 2022 redovisades en förlust på cirka 80 miljarder kronor, som anges på detta sätt i balansräkningen eftersom beslut om hur den ska disponeras fattas i samband med att årsbokslutet för räkenskapsåret 2023 fastställs.

Källa: Sveriges riksbank (2023)

För att kunna omsätta penningpolitiska beslut i praktiken måste centralbanken ha möjlighet att kunna göra finansiella transaktioner med aktörer i det finansiella systemet. Alla poster i balansräkningen fyller inte någon funktion för det som brukar räknas som penningpolitik, men låt oss gå igenom de poster som är mest relevanta.

Centralbanker kan använda olika penningpolitiska instrument för att styra och påverka räntor i ekonomin. Det är centralbankens penningpolitiska motparter – banker – som har tillgång till de penningpolitiska instrumenten. De penningpolitiska instrumenten delas vanligen in i så kallade stående faciliteter, som kan användas på initiativ av centralbankens motparter, och så kallade marknadsoperationer, som genomförs på initiativ av centralbanken.

Riksbankens in- och utlåningsfaciliteter är exempel på **stående faciliteter**. Det är in- och utlåningsmöjligheter som i princip alltid är öppna, även om de bara erbjuds till en viss motparts krets och till vissa villkor. Det är alltså upp till motparterna (bankerna) när de vill utnyttja dessa möjligheter och hur mycket. När Riksbanken på eget initiativ ökar eller minskar mängden centralbankspengar i banksystemet genom att ge ut riksbankscertifikat, erbjuda in- eller utlåning på längre löptider eller förändra sina innehav av värdepapper så kallas det istället för **marknadsoperationer**.

Till att börja med kan vi konstatera att **utlåningsfaciliteten** inte utnyttjades vid slutet av 2022 medan **inlåningsfaciliteten** uppgick till ett stort belopp.⁵ De summor banksystemet har placerade i Riksbanken över natten utgör inlåningen medan det

⁵Även om balansräkningen anger att Riksbankens stående utlåningsfacilitet inte utnyttjades vid årets slut förekommer det att banker vid enstaka tillfällen lånar mindre belopp i Riksbankens stående utlåningsfacilitet.

bankerna lånar över natten utgör utlåningen. Som vi konstaterade ovan överförs mycket pengar mellan de privata bankerna under en dag. Det sker i ett betalningssystem som Riksbanken sköter och som heter RIX.⁶ Under 2022 var den genomsnittliga dagliga omsättningen i RIX 553 miljarder kronor, vilket är mycket mer än värdet på allt som produceras i Sverige under en dag – BNP per dag var i genomsnitt cirka 16 miljarder kronor. Detta avspeglar bland annat att det sker mycket handel med varor och tjänster varje dag, men att det inte alltid rör sig om nyproducerade saker. En försäljning av en bostad medför till exempel en överföring från en bank till annan. Det kan avspeglas i RIX, men det innebär ju inte någon motsvarande ökning av BNP. Handel med finansiella instrument ger också upphov till transaktioner mellan banker och via Riksbanken utan att ge upphov till produktion som avspeglas i BNP i samma utsträckning.

Under dagen kan en bank få betalningar från andra banker via RIX som är större eller mindre än dess utbetalningar. Riksbanken ger krediter under dagen när bankerna har underskott och tar emot placeringar när de har överskott. Över- eller underskott under dagen är räntefria, men Riksbanken betalar en ränta på de medel som bankerna har inestående över natten, som kallas inlåningsräntan. Handlar det om att bankerna istället har en skuld till Riksbanken får de betala ränta för det, utlåningsräntan.

Att volymen på inlåningsfaciliteten var så pass stor medan utlåningsfaciliteten knappt utnyttjades under 2022 beror främst på att Riksbanken har byggt upp ett stort innehav av **värdepapper i svenska kronor**. Riksbanken har köpt statsobligationer, kommunobligationer, bostadsobligationer och företagsobligationer. När Riksbanken köper dessa värdepapper via penningpolitiska motparter från banker, pensionsbolag, fondförvaltare med flera, resulterar detta i betalningar från Riksbanken som i slutändan innebär att banksystemets tillgodohavanden i Riksbanken ökar. I vissa länder finns det formella krav på att bankerna ska ha en viss andel av sin inlåning från bankkunder som reserver hos centralbanken, så kallade kassakrav. Men i Sverige tillämpar inte Riksbanken några kassakrav, och banksystemets inlåning i Riksbanken har alltså andra orsaker.

Ungefär hälften av banksystemets fordringar på Riksbanken bestod vid slutet av 2022 av **emitterade skuldcertifikat**. De är riksbankscertifikat i Sveriges och Riksbankens fall – andra centralbanker har andra lösningar för bankernas fordringar på centralbanken. Riksbankscertifikaten är räntebärande värdepapper med en veckas löptid emitterade av Riksbanken. En skillnad mellan bankernas inlåning i Riksbanken och riksbankscertifikaten är att certifikaten är värdepapper som bankerna kan sälja till andra aktörer på andrahandsmarknaden, medan inlåningen över natten enbart är en transaktion mellan Riksbanken och banken ifråga. Skillnaden för en bank mellan att ha inlåning i Riksbanken och att ha ett riksbankscertifikat är alltså i princip densamma som skillnaden mellan när ett hushåll har pengar på ett bankkonto och när det har en obligation eller en fondandel. Riksbankscertifikaten utgör inte likviditet i samma höga

⁶ Se Riksbankens webbplats för information om RIX: [Betalningssystemet RIX](#) samt Riksbankens årsredovisning för år 2022, Sveriges riksbank (2023).

grad som inlåningen, men ger å andra sidan lite högre avkastning.⁷ En poäng med att certifikaten är överlåtbara såväl mellan de penningpolitiska motparterna som till deras kunder är att de ger tillgång till centralbankspengar även för aktörer som inte ingår i Riksbankens motpartsrets. Det bidrar till att minska segmentering i räntebildningen på marknaden, det vill säga att olika kategorier av aktörer möter olika räntor. Räntan på certifikaten motsvarar Riksbankens styrränta, och är 10 räntepunkter högre än räntan på inlåning över natten. Räntan på riksbankscertifikaten är alltså i praktiken den ränta som Riksbankens direktions beslutar om och som den bedömer vara förenlig med att Riksbanken uppnår målen för sin penningpolitik. Genom riksbankscertifikat och att erbjuda obegränsad in- och utlåning över natten försöker Riksbanken styra ränteläget i ekonomin för att nå inflationsmålet och hålla den realekonomiska utvecklingen stabil.

Anledningen till att ungefär hälften av banksystemets fordringar på Riksbanken bestod av riksbankscertifikat under 2022 är att Riksbanken från maj 2021 begränsade möjligheten för de penningpolitiska motparterna till att som mest placera hälften av sina fordringar på Riksbanken i form av riksbankscertifikat. Resterande del av sina fordringar fick motparterna placera som inlåning över natten i Riksbanken. Sedan februari 2023 har Riksbanken upphört med denna begränsning och erbjuder i stället sina motparter att om de så önskar placera banksystemets totala fordringar på Riksbanken i form av riksbankscertifikat. När Riksbanken erbjuder en emissionsvolym av riksbankscertifikat som motsvarar banksystemets totala fordringar på Riksbanken stärks därför bankernas incitament att likviditetsutjämna sinsemellan till en ränta som ligger nära styrräntan. Bankerna har sedan februari 2023 valt att hålla nära 90 procent av sina tillgodohavanden i Riksbanken i form av riksbankscertifikat.

3 Hur påverkar Riksbankens beslut marknadsräntorna?

I artikeln av Hansson och Wallin-Johansson (2023 a) i detta temanummer hittar du mer detaljer om Riksbankens räntor och övriga villkor på in- och utlåningsfaciliteterna och riksbankscertifikaten. Kortfattat kan man säga att Riksbanken har stora möjligheter att påverka det allmänna ränteläget i det finansiella systemet med hjälp av de stående faciliteterna och marknadsoperationerna. Räntorna i de stående faciliteterna och på riksbankscertifikaten påverkar räntorna på kortsiktiga transaktioner mellan aktörerna på de finansiella marknaderna, eftersom en del av dem kan välja att antingen ha fordringar på eller låna från Riksbanken. Riksbankens in- och utlåningsräntor utgör de räntor till vilka Riksbankens penningpolitiska motparter kan vara säkra på att de alltid kan placera eller låna obegränsat mot betryggande säkerheter i Riksbanken. Riksbankens in- och utlåningsräntor utgör därför alternativkostnaden för pengar när bankerna lånar pengar av varandra från en dag till en annan på den så kallade dagslånemarknaden. Banker med likviditetsöverskott får på så vis incitament att låna ut pengar till en bank med likviditetsunderskott till en ränta som är högre än Riksbankens inlåningsränta, men lägre än utlåningsräntan. Det

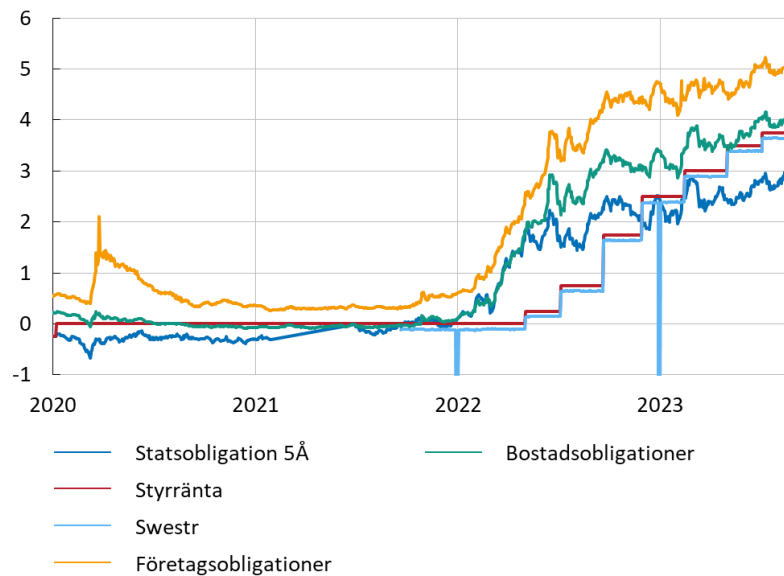
⁷ Certifikaten kan säljas tillbaka till Riksbanken i förtid, men motparten får vänta till dagen efter återförsäljningen på att få pengarna tillgängliga som inlåning över natten i Riksbanken.

beror på att banken med likviditetsunderskott annars alltid kan låna i Riksbankens stående utlåningsfacilitet.

I figur 1 och 2 ser du hur ett urval marknadsräntor har utvecklats tillsammans med Riksbankens styrränta. Styrräntan är alltså den ränta som Riksbankens direktion fattar beslut om.

Figur 1. Riksbankens styrränta och marknadsräntor

Procent

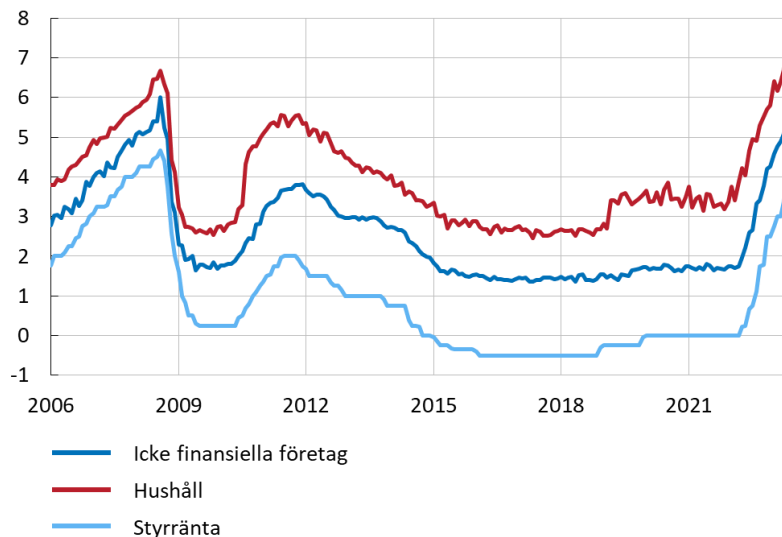


Anm: Räntor för företags- och bostadsobligationer skattade med nollkupongräntor med Nelson-Siegel metoden

Källa: Riksbanken, Bloomberg

Figur 2. Riksbankens styrränta, bankernas utlåningsränta till hushåll respektive företag

Procent



Anm: Utländska banker med filialer i Sverige, som är penningpolitiska motparter är inte inkluderade

Källa: SCB

Av olika skäl avviker olika marknadsräntor från Riksbankens styrränta. Räntorna på statspapper har exempelvis ofta legat lägre än styrräntan. Detta beror på olika faktorer, till exempel att statspappersräntorna avspeglar förväntningar om framtida korta räntor inklusive styrräntan. För statsobligationer finns det dessutom en etablerad och väl fungerande likvid andrahandsmarknad. Räntorna på exempelvis företagsobligationer ligger högre än räntan på riksbankscertifikat (styrräntan) eftersom de är förenade med högre risk.

Riksbankens transaktioner påverkar dock räntorna på i princip alla typer av värdepapper och lån. Förväntningar om Riksbankens styrränta påverkar både kortfristiga och långfristiga räntor. När Riksbanken genomför marknadsoperationer och köper eller säljer obligationer på andrahandsmarknaderna påverkar det också räntorna på värdepapper med både korta och långa löptider. De korta marknadsräntorna påverkar i sin tur bankernas finansieringskostnader och därmed de korta (obundna) bostadsräntorna. De längre marknadsräntorna påverkar till exempel bankernas och företagens mer långfristiga finansieringskostnader och räntorna på bostadslån med längre bindningstid. Så Riksbankens verktygslåda, avspeglad i dess balansräkning, har stor betydelse för tillgången på och kostnaderna för likviditet och krediter i ekonomin, och därmed för den ekonomiska aktiviteten och den allmänna prisutvecklingen.

Det är dock inte så att centralbankens styrränta är det som helt styr andra räntor. Beroende på marknad, vilka aktörer och instrument det gäller och vilken löptid affärerna avser återspeglar räntor olika riskpremier och marknadsvillkor. Såväl marknadsräntor som centralbankens styrränta påverkas också av det som händer i ekonomin och på de finansiella marknaderna. Exempelvis är det inte bara så att längre

räntor avspeglar förväntningar om styrräntor och andra korträntor framöver. Orsakssambandet kan ibland vara det omvända, till exempel att osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen på sikt leder till volatilitet i räntor för längre löptider som i sin tur orsakar volatilitet i de allra kortaste räntorna.⁸

Vi ser i figur 1 att vissa marknadsräntor tidvis har varit lägre än Riksbankens styrränta. När Riksbanken köpte stora mängder svenska värdepapper pressades till exempel räntor på statspapper och bostadsobligationer ner under styrräntan. Räntorna på statspapper och bostadsobligationer har längre löptid än Riksbankens styrränta och när de är lägre än styrräntan återspeglar det delvis förväntningar om lägre framtida styrräntor. Även räntor på företagsobligationer pressades ner till följd av Riksbankens värdepappersköp. Detta var delvis en avsedd effekt och avspeglar att de som sålt stats- och bostadspapper till Riksbanken då behövde göra andra placeringar. Men de riskpremier som är förknippade med placeringar i företagsobligationer innebar att räntorna på dem alltså var högre än styrräntan. Riksbankens program för utökade köp av värdepapper löpte ut i december 2021, styrräntan började höjas i april 2022 och Riksbanken har sedan april 2023 sålt statsobligationer. Detta har gjort att marknadsräntorna för samtliga tillgångsslag har pressats uppåt i snabb takt. Referensräntan Swestr, som står för Swedish krona short term rate, visar till vilken ränta bankerna kan låna pengar på dagslånemarknaden i svenska kronor.⁹ Riksbankens inlåningsränta, som ligger 10 räntepunkter under styrräntan, lägger i princip ett golv för räntan på dagslånemarknaden i svenska kronor, eftersom bankerna alltid har möjlighet att placera pengar över natten i Riksbanken istället för att låna ut till varandra. Swestr ligger därför omkring 10 räntepunkter under styrräntan. På årets sista bankdag uppvisar dock Swestr en betydande årsskifteseffekt. Bankerna sätter då ner sina egna inlåningsräntor för att minimera kostnaden för resolutionsavgiften och bankskatten som baseras på deras balansräkningar på årets sista bankdag. Vid årsskiftet 2022/2023 ställde bankerna därför ner Swestr med cirka 11 procentenheter.

Av figur 2 framgår att bankernas räntor för utlåning till såväl hushåll som icke-finansiella företag har följt Riksbankens styrränta väl över tid. Men gapen mellan styrräntan och bankernas utlåningsräntor till hushåll och icke-finansiella företag har stigit efter den globala finanskrisen under 2008 och 2009. Det beror bland annat på allmänt högre riskpremier och på nya regler för banker och finansiella marknader som infördes för att minska sannolikheten för nya kriser.

4 Fler verktyg i Riksbankens balansräkning

Låt oss återgå till balansräkningen i tabell 2 och några poster som normalt inte har så stark koppling till det allmänna ränteläget, men kan ha det i vissa situationer.

Riksbanken har en **valutareserv** som främst består av amerikanska och tyska statsobligationer. Den fyller flera olika funktioner. En är att Riksbanken snabbt ska få tillgång till utländsk valuta om de privata bankerna plötsligt skulle få svårt att få tag på

⁸ Se till exempel Zagaglia (2008).

⁹ Information om referensräntan Swestr som Riksbanken tillhandahåller återfinns på Riksbankens webbplats: [Swestr](#)

den utländska valuta de behöver, exempelvis för att återbetala lån i utländsk valuta. Ett annat syfte med valutareserven är att Riksbanken genom att köpa och sälja sina värdepapper i utländsk valuta kan påverka marknadspriset på den svenska kronan. Om Riksbanken till exempel köper amerikanska statsobligationer och finansierar detta genom att öka skulden till det svenska banksystemet i kronor, tenderar det att sänka priset på kronor i förhållande till amerikanska dollar. Men sedan Sverige övergick till rörlig växelkurs i november 1992 har Riksbanken inget mål för kronans värde i förhållande till dollarn eller andra valutor, så valutareserven används i praktiken inte längre för interventioner som ska påverka kronkursen.¹⁰ Valutareserven har däremot behövts för att kunna ge lån till bankerna i utländsk valuta, eftersom det svenska banksystemet och de finansiella marknaderna i övrigt har blivit mer integrerade med omvärlden. I små, öppna ekonomier är valutareserven förstås en viktigare post i centralbankens balansräkning än i till exempel USA och euroområdet. Det kan påverka såväl balansräkningens storlek, i förhållande till exempelvis BNP, som dess sammansättning, eftersom valutareserven måste finansieras på något sätt – ju större tillgångssida, desto större måste ju också skuldsidan vara.

Sedan målet om att styra valutakursen övergavs i november 1992 förändras valutareserven alltså normalt inte för att påverka räntor, likviditet och kreditförhållanden. Men beslut om valutareserven kan ändå ha vissa sådana indirekta effekter. En del av valutareserven har tidigare finansierats genom lån i utländsk valuta som har tagits upp av Riksgälden, vilket avspeglas i posten **skuld till Riksgälden i utländsk valuta** i tabell 2. Om Riksbanken förändrar sina tillgångar och skulder i utländsk valuta ungefär lika mycket har det troligen små effekter på valutakursen, tillgången på likviditet eller marknaderna för värdepapper i svenska kronor. Men när Riksbanken ändrar fördelningen av inhemsk och utländsk valuta i sina tillgångar och skulder kan det påverka både marknadsräntor i Sverige och kronans växelkurs.¹¹

Mängden **utelöpande sedlar och mynt** har normalt inte någon betydelse för ränteläget och andra finansiella förhållanden i Sverige. Den är väsentligen efterfrågestyrd så länge Riksbanken inte fattar några formella beslut om hur mycket sedlar och mynt som ska cirkulera i samhället. Riksbanken tillhandahåller den mängd sedlar och mynt som hushåll, banker och andra företag efterfrågar. När behovet av sedlar och mynt växer distribuerar Riksbanken mer sedlar och mynt till bankerna, som minskar sin inlåning i Riksbanken med motsvarande belopp. Eftersom sedlar och mynt inte ger någon ränta påverkas efterfrågan på dem till viss grad av det allmänna ränteläget. Om Riksbanken, i strid med sin normala strategi, inte skulle anpassa utbudet av sedlar och mynt till efterfrågan skulle det i princip kunna påverka ränteläget, eftersom det då skulle kunna uppstå ett efterfråge- eller utbudsöverskott på likviditet som skulle kunna påverka priser och räntor även på mindre likvida tillgångar. Det finns välkända exempel från historien och från andra länder på att stater har valt att finansiera sina utgifter via sedelpressarna, vilket har lett till hög

¹⁰ Riksbanken intervenerade dock i syfte att stärka kronan 2001, och hade från januari 2016 till februari 2019 särskild beredskap för att intervensera om kronan tvärtom skulle bli för stark. Se Bylund m.fl. (2023).

¹¹ Räntor i kronor och utländsk valuta påverkas också av förväntningar om växelkursens utveckling. Om kronan väntas minska i värde i förhållande till utländska valutor vill investerarna ha kompensation för detta, vilket pressar upp det inhemska ränteläget i förhållande till det utländska. Detta beror på att kapitalet kan röra sig mellan länder och förhållandet brukar beskrivas i termer av olika varianter av "ränteparitet".

inflation. Det är inte ett problem som är relevant för Sverige, men det visar att det inte saknas kopplingar mellan penningpolitiken och mängden sedlar och mynt.

Posten **eget kapital** i balansräkningen bestäms av hur stora vinster eller förluster Riksbanken gör i sin verksamhet, och om Riksbanken antingen gör utdelningar till statsbudgeten eller får tillskott från den. Det normala är att Riksbanken, i likhet med andra centralbanker, gör en vinst i verksamheten och att en stor del av den delas ut till statskassan. Vinsten kommer väsentligen från att större delen av Riksbankens skulder är förknippade med lägre ränta än avkastningen på tillgångarna. Skulderna kan till och med ha nollränta, som sedlar och mynt eller eget kapital, inklusive värderingskonton.¹² När Riksbanken delar ut medel till statskassan minskar det egna kapitalet, och någon annan post i balansräkningen måste följaktligen också påverkas. Beroende på om Riksbanken finansierar utdelningen till statsbudgeten genom att minska sitt innehav av värdepapper i kronor eller utländsk valuta eller genom att öka inlåningen från banksystemet kan effekterna på ränteläget i Sverige och kronans växelkurs bli olika. I årsredovisningen för 2022 redovisar Riksbanken en förlust på nära 81 miljarder kronor, främst för att marknadsvärdet för Riksbankens innehav av svenska värdepapper har minskat. Det medför att Riksbanken i skrivande stund har ett negativt eget kapital på cirka 18 miljarder kronor. Enligt den nya riksbankslagen som började gälla i januari 2023 ska Riksbanken göra en framställan till riksdagen med begäran om kapitaltillskott när Riksbankens egna kapital understiger en grundnivå på 20 miljarder kronor uppräknad med inflationen.

5 Vad påverkar utformningen av styrsystemet?

Som vi konstaterade inledningsvis handlar diskussionen om ”penningpolitik” i media och bland allmänheten framför allt om ”räntan” som centralbanken sätter. Vi har visat att det finns flera olika räntor som centralbanken behöver besluta om, och att centralbankens beslut därutöver har effekter på många andra räntor, det vill säga det allmänna ränteläget. Dessutom kan centralbanken fatta andra beslut än räntebeslut, till exempel om att köpa eller sälja av värdepapper i inhemsk eller utländsk valuta, som också påverkar räntorna på de finansiella marknaderna och därmed hushållens och företagens låneräntor och avkastningen på deras sparande. I detta avsnitt ska vi visa vad centralbanken behöver överväga när den utformar sitt styrsystem. Det gäller inte överväganden om vilken nivå styrräntan eller värdepappersinnehav etcetera bör ligga på, utan mer detaljerade och tekniska aspekter av styrsystemet.

5.1 Några allmänna principer för centralbankernas styrsystem

Centralbanker har olika uppgifter och mål, som vi har beskrivit ovan, och behöver därför beakta ett antal olika kriterier när de utformar sina system och sina strategier för att påverka förhållandena i det finansiella systemet.¹³ Systemet behöver

¹² Värderingskontona avspeglar realiserade vinster som Riksbanken gjort när tillgångar och skulder bokförs till rådande marknadsvärde.

¹³ Kriterierna nedan är inspirerade av Bindseil (2016). I sin Figure 1 på sid. 196 anger han tre mål – ”monetary policy”, ”general objectives” och ”financial objectives” – som i sin tur har två – fyra

- vara träffsäkert
- vara lätt att förstå
- bidra till både effektivitet och stabilitet
- begränsa riskerna
- främja god konkurrens i det finansiella systemet

De åtgärder som ingår i styrsystemet behöver ha god träffsäkerhet, eftersom olika åtgärder har olika genomslag på likviditets- och kreditförhållandena för hushåll och företag. Centralbanker har skäl att välja metoder vars genomslag man tror sig ha god kunskap om. I praktiken behöver centralbanker formulera ett operationellt mål som man löpande styr mot, utöver de mer långsiktiga målen för penningpolitiken som inflation och sysselsättning. Numera är detta ofta ett mål för den kortaste marknadsrörelsen. Tidigare har centralbanker använt växelkursen eller penningmängden som operationella mål.

Metoderna för att genomföra penningpolitiken ska också vara någorlunda enkla att förstå – robusta och transparenta. Det finansiella systemet ändrar karaktär, såväl kortsiktigt och tillfälligt som mera trendmässigt. Därför kommer effekterna av en viss åtgärd oundvikligen att variera över tiden. Därför bör styrsystemet i sig vara så robust som möjligt och utformat för att kunna hantera olika förutsättningar som inte går att helt förutse i dag. Styrsystemet ska samtidigt vara begripligt och förutsägbart för hushållen, företagen och aktörerna på de finansiella marknaderna – och inte minst för centralbanken själv.

Styrsystemet ska bidra till både effektivitet och stabilitet i det finansiella systemet. Här finns uppenbara målkonflikter. Centralbanken kan till exempel vidta omfattande åtgärder för att stabilisera de finansiella marknaderna, vilket samtidigt kan leda till att de blir mindre effektiva om aktörerna på marknaderna räknar med att centralbanken ska åtgärda alla problem.

Styrsystemet ska inte heller innebära att centralbanken och staten tar alltför stora risker, som de privata aktörerna egentligen ska bära. Centralbankens uppgift är inte att generera vinst för staten, även om vinsten bör vara tillräcklig för att centralbanken ska kunna täcka sina kostnader och i denna mening vara finansiellt oberoende. Ibland måste centralbanken ta på sig risker som ingen annan aktör i det finansiella systemet vill bära, för att samhällsekonomin ska utvecklas på ett gynnsamt sätt. Men normalt sett ska centralbanken undvika att ta stora risker eftersom det kan leda till finansiella förluster eller negativa effekter på de privata aktörernas agerande.¹⁴

Centralbanken ska slutligen också främja god konkurrens i det finansiella systemet. Det ingår redan i målet om effektivitet, men det är värt att understryka att centralbankens åtgärder helst inte ska snedvrída konkurrensen i det finansiella systemet. Konkurrensneutralitet kan dock komma i konflikt med andra mål – att

underliggande mål. På sid 260 anger han målen som "interest rate control", "incentives, preserve market netting" och "central bank protection".

¹⁴ En principdiskussion om centralbankens funktion att ta risk, samtidigt som risken inte får bli för stor, ges av Wessels och Broeders (2022).

behandla vissa aktörer på de finansiella marknaderna mer generöst kan till exempel ge högre träffsäkerhet, robusthet och lägre risk än helt marknadsneutrala principer.

Bindseil (2016, sid. 192) drar en lärdom från den finansiella krisen 2008: "The design of the OF [operational framework] would ideally be supportive to the banking system's ability to provide maturity and liquidity transformation at the service of society, while not going as far as to facilitate *excessive* leverage and moral hazard."

5.2 Villkoren för centralbankens utlåning och inlåning

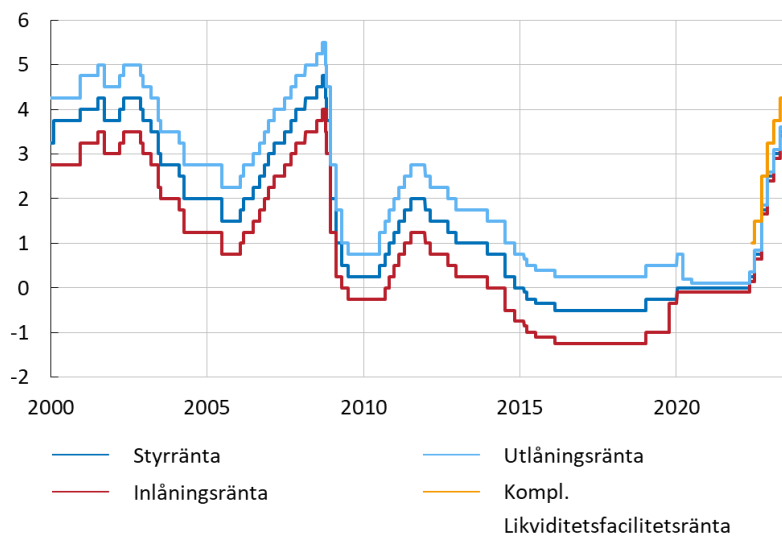
Riksbanken har i likhet med de flesta moderna centralbankerna stående faciliteter för utlåning till och inlåning från banksystemet över natten. Riksbanken behöver alltså bestämma nivån på räntorna i dessa faciliteter, vilka banker och andra finansiella intermediärer som ska ha tillgång till dem, och till vilka villkor inklusive säkerheter motparterna ska få låna pengar av Riksbanken. Penningpolitiken kan göras mer eller mindre expansiv genom att ändra dessa parametrar. Det är alltså inte bara nivåerna på räntorna som spelar roll, utan också vilka motparter Riksbanken accepterar och vilka krav man ställer på dem, till exempel i form av säkerheter för att begränsa centralbankens risk.

Centralbankens inlåningsränta är normalt lägre än dess utlåningsränta. Det skapar ett incitament för bankerna att i första hand låna av och till varandra istället för att vända sig till centralbanken. Detta avspeglar en avvägning mellan träffsäkerhet och marknadseffektivitet. Om centralbanken bara var ute efter att etablera en viss nivå på marknadsräntorna skulle den välja en mycket smal eller till och med obefintlig korridor mellan in- och utlåningsräntorna. Då skulle de allra kortaste marknadsräntorna hamna nära den räntenivå som centralbanken önskar. Men det skulle också ge bankerna svaga incitament att låna av och till varandra. Centralbanken skulle därför ta en stor roll som finansiell intermediär, och effektiviteten i det finansiella systemet skulle kanske bli låg. En bred korridor mellan in- och utlåningsräntor medför å andra sidan större fluktuationer i de kortaste marknadsräntorna, det vill säga lägre träffsäkerhet. Fram till oktober 2019 tillämpade Riksbanken en korridorbredd på 150 räntepunkter mellan in- och utlåningsräntan. Från och med juni 2020 tillämpar Riksbanken istället ett betydligt smalare korridorsystem med en symmetrisk räntekorridor på 20 räntepunkter, se figur 3. Det innebär att Riksbanken via den stående utlåningsfaciliteten erbjuder sina motparter att låna obegränsat mot primära säkerheter (värdepapper emitterade av stat och fordringar på centralbanker) till en ränta 10 räntepunkter över styrräntan. Om en penningpolitisk motpart inte har tillräckligt med primära säkerheter för att täcka sitt lånebehov i den stående utlåningsfaciliteten kan den låna den överskjutande volymen i en kompletterande likviditetsfacilitet. I den kompletterande likviditetsfaciliteten kan motparterna låna mot en bredare krets av säkerheter (sekundära säkerhetsmassan) men då till en högre ränta.¹⁵ Likviditetsfacilitetsräntan motsvarar styrräntan med ett tillägg om 75 räntepunkter.

¹⁵ Den sekundära säkerhetsmassan består av värdepapper utgivna av mellanstatliga organisationer, värdepapper som är garanterade av stat, säkerställda värdepapper, värdepapper utgivna av agencies eller värdepapper utgivna av icke-finansiella företag med tillräckligt hög kreditvärdering.

Figur 3. Riksbankens styrränta och in- och utlåningsränta

Procent



Anm: Den kompletterande likviditetsfaciliteten inrättades den 8 juni 2022.

Källa: Riksbanken

Normalt lånar banksystemet i mycket liten utsträckning från Riksbanken. Men en av Riksbankens uppgifter är att vid behov tillföra likviditet till det finansiella systemet. Riksbankens stående utlåningsfacilitet utgör exempelvis en sista utpost (eng. back stop) för bankerna som de vet att de alltid kan låna en obegränsad mängd svenska kronor från vid behov till en förutbestämd ränta och förutbestämda villkor, så länge de har betryggande säkerheter. Ju högre krav på säkerheter, desto mindre risk för centralbanken. Men höga säkerhetskrav kan också innebära att lånemöjligheterna utnyttjas mindre och att penningpolitiken därmed blir stramare än önskvärt.

Det finns liknande avvägningsproblem när det gäller motpartskretsen. Om Riksbanken skulle ha generösa kriterier för vilka som får ha tillgång till faciliteterna ger det förutsättningar för god träffsäkerhet i penningpolitiken. Å andra sidan kan det medföra lägre effektivitet i det finansiella systemet, högre kostnader för implementering och övervakning och större risker för Riksbanken.

Från tid till annan kan centralbanken ha skäl att göra avsteg från sina normala villkor för utlåning, inlåning eller båda och fatta diskretionära beslut om att erbjuda centralbanksfaciliteter till andra villkor än normalt. Riksbanken gjorde till exempel detta under den globala finansiella krisen 2008–2009. Då infördes möjligheter för motparterna att låna på längre löptider än normalt, inte bara över natten utan så pass länge som upp till ett år. Motpartskretsen vidgades också genom att Riksbanken införde möjligheten för kreditinstitut att bli ”begränsade penningpolitiska motparter”.¹⁶ För att öka motparternas möjlighet till krediter hos Riksbanken slopade Riksbanken tillfälligt begränsningsregler för säkerställda obligationer som säkerhet för kredit från Riksbanken. Begränsningsreglerna som Riksbanken normalt tillämpar

¹⁶ Med ”begränsade” avsågs att kreditinstitut som inte redan var motpart eller för den delen RIX-deltagare erbjöds möjlighet att delta i vissa marknadsoperationer utan tillgång till stående faciliteter.

innebär att säkerställda obligationer får utgöra högst hälften av de säkerheter som motparterna ställer för att låna från Riksbanken samt att motparterna inte får använda egna säkerställda obligationer eller säkerställda obligationer utgivna av närstående institut.

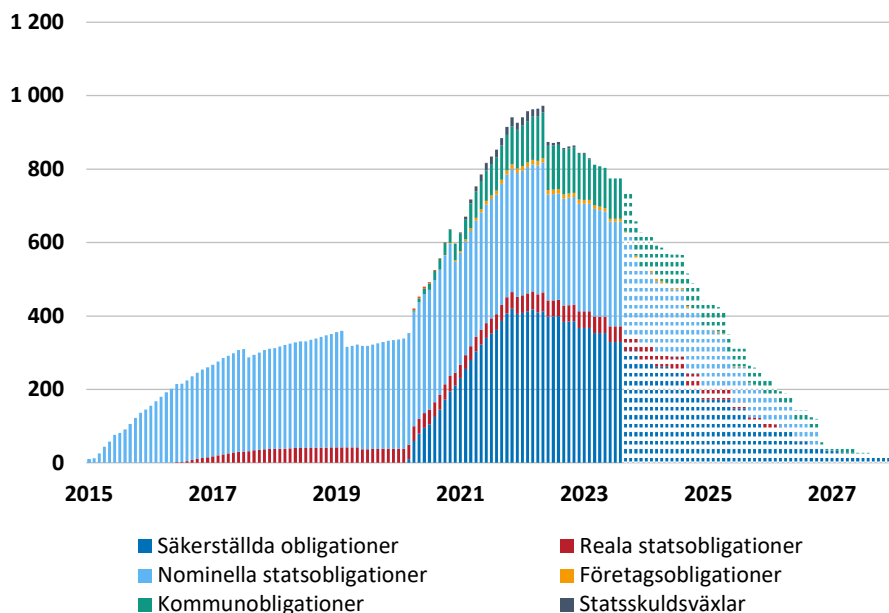
Även under pandemin 2020–2021 slopade Riksbanken begränsningsreglerna för säkerställda obligationer. Därtill sänkte Riksbanken gapet mellan utlåningsräntan och styrräntan och erbjöd bankerna att låna en obegränsad mängd kronor mot säkerhet med tre respektive sex månaders löptid till styrräntan. För att stimulera bankernas utlåning till företagen erbjöd Riksbanken bankerna att låna upp till 500 miljarder svenska kronor mot säkerhet som de sedan kunde låna ut till icke-finansiella företag. Motparts-kretsen vidgades också så att kreditinstitut kunde ansöka om att bli tillfällig penningpolitisk motpart med tillgång till Riksbankens program för utlåning till företag via banker.

5.3 Centralbankens marknadsoperationer

Som vi har konstaterat ovan använder Riksbanken och andra centralbanker utöver sina in- och utlåningsfaciliteter även marknadsoperationer för att påverka marknadsräntorna i det finansiella systemet. Sådana marknadsoperationer genomförs i olika former. För det första kan centralbanken komplettera de stående faciliteterna med regelbundna marknadsoperationer med kort löptid till styrräntan (riksbankscertifikat, i Riksbankens fall) för att styra de allra kortaste marknadsräntorna tillräckligt nära styrräntan. För det andra kan centralbankerna variera sitt innehav av värdepapper eller erbjuda utlåning med längre löptider för att påverka räntor med längre löptider, kreditförhållanden, den ekonomiska aktiviteten, inflationen och så vidare – som Riksbanken gjort sedan 2015. I figur 4 kan du se hur Riksbankens innehav av olika värdepapper har utvecklats över åren.

Figur 4. Riksbankens innehav av svenska värdepapper

Miljarder kronor



Anm: Streckade staplar är en prognos som bygger på förfall och penningpolitiska beslutet den 23 november 2023 att från och med årsskiftet 2022/2023 från låta innehavet av värdepapper minska i takt med förfall samt penningpolitiska beslutet den 28 juni 2023 att statsobligationer säljs till ett nominellt värde om 5 miljarder kronor per månad.

Källa: Riksbanken.

De olika operationerna genomförs förstås inte oberoende av varandra, eftersom långa marknadsräntor i hög grad avspeglar marknadens förväntningar om vad som kommer att hända med de korta räntorna framöver. Så centralbankens operationer med instrument med korta löptider kommer också att påverka prissättning och räntor på värdepapper med långa löptider, och vice versa.

Historiskt och internationellt har den dominerande posten på centralbankens tillgångssida normalt varit statsobligationer. Något förenklat kan man säga att orsaken till det är att centralbanken måste placera sina vinster från utgivning av sedlar och mynt någonstans, och det mest naturliga alternativet har varit att låna ut dem till statskassan. Det förutsätter förstås att centralbanken ägs av staten och ska agera konkurrensneutralt, vilket den oftast gör.

Riksbanken hade ett innehav av statsobligationer som avvecklades 2001. Anledningen till det var dels att Riksgäldskontoret sedan 1997 successivt övertog ansvaret för marknadsvård av den svenska statspappersmarknaden, dels att Riksbanken gjorde extra överföringar, 40 miljarder kronor, av sina ackumulerade vinster till statsbudgeten.

Under den finansiella krisen 2008–2009 växte Riksbankens balansräkning genom ökad utlåning till banksystemet, både i kronor och i utländsk valuta. Riksbanken köpte då

inte några värdepapper, vilket däremot andra centralbanker gjorde. År 2012 började Riksbanken bygga upp ett innehav av statsobligationer som till att börja med var litet med en policyportfölj på 10 miljarder kronor. Syftet var att skapa operativ beredskap för att kunna köpa och sälja statspapper. Från 2015 blev också utvecklingen sådan att Riksbanken ansåg det motiverat att gradvis öka sitt innehav av svenska statsobligationer.

Under coronapandemin 2020–2021 fortsatte Riksbanken att öka sitt innehav av statsobligationer, men började också köpa statskuldväxlar, kommunobligationer, bostadsobligationer och företagsobligationer. Motivet var dels att hålla nere det allmänna ränteläget under pandemin, för att detta i sin tur skulle hålla inflationen och resursutnyttjandet i ekonomin uppe, dels att bidra till att de finansiella marknaderna fungerade väl. När osäkerheten var som störst i början av pandemin steg räntorna på värdepappersmarknaderna och handeln försvårades. Riksbankens beslut att köpa fler sorters värdepapper än normalt bidrog till att man då mer effektivt kunde hålla räntorna nere och bidra till allmänt lugnare marknadsförhållanden.

Om en centralbank ska kunna köpa och sälja värdepapper behöver den särskilda regler för hur den kan agera. Det handlar om vilka värdepapper centralbanken ska köpa, vilka motparter man ska göra transaktioner med, hur affärerna ska gå till och så vidare. Även om det kan finnas övergripande regler i de lagar som styr centralbankens agerande måste centralbanken själv sätta upp mer detaljerade regler för detta.

Riksbanken köpte statsobligationer via omvända auktioner där Riksbankens penningpolitiska motparter och Riksgäldskontorets återförsäljare av statsobligationer hade möjlighet att delta.¹⁷ En omvänd auktion är en lägsta bud-auktion som innebär att den som har bjudit den högsta räntan får tilldelning först. Därefter får den som har bjudit den näst högsta räntan tilldelning och så vidare tills hela den utbudna volymen har fördelats. På det sättet blir det tydligt för marknaden hur Riksbanken prissätter och fördelar sina transaktioner.

För att mildra de ekonomiska konsekvenserna av coronapandemin beslutade Riksbanken under våren 2020 att köpa bostads- och kommunobligationer och erbjuda sig att köpa såväl företagscertifikat som företagsobligationer. Bortsett från företagsobligationerna köpte Riksbanken dessa värdepapper via omvända auktioner på andrahandsmarknaden där de penningpolitiska motparterna hade möjlighet att delta. Företagsobligationerna köptes visserligen också på andrahandsmarknaden men via bilaterala förfaranden.

Köpen av stats-, bostads- och kommunobligationer avslutades i december 2022. Köpen av företagsobligationer avslutades i juni 2022 och köpen av företagscertifikat avslutades i december 2021. Riksbanken har därefter stramat åt penningpolitiken genom att sälja värdepapper. I februari 2023 fattade Riksbanken beslut om att från och med april 2023 börja sälja av sina statsobligationer. Tillsammans med de innehav

¹⁷ Enligt förbudet mot monetär finansiering i riksbankslagen, se 1 kap 6§ Lag (SFS 2022:1568) om Sveriges riksbank, får Riksbanken inte förvärva skuldförbindelser direkt från staten. Därför kan Riksbanken inte köpa statsobligationer när Riksgälden gör emissioner på primärmarknaden. Riksbankens köp av statsobligationer måste vara penningpolitiskt motiverade och göras på andrahandsmarknaden.

som förfaller kommer den nuvarande beslutade försäljningstakten av svenska statsobligationer att innebära att Riksbankens innehav av svenska värdepapper kommer att uppgå till cirka 11 miljarder kronor vid början av år 2027, se figur 4.

En fråga som emellanåt diskuterats intensivt bland både centralbanker och forskare är om centralbanken lättast når sina mål genom att bestämma en styrränta som den utgår från för att prissätta centralbankens penningpolitiska instrument, stående faciliteter och marknadsoperationer, eller en volym för till exempel någon post i sin balansräkning, som värdepappersinnehavet eller den "monetära basen", det vill säga sedlar och mynt plus bankernas fordran på centralbanken, alltså deras reserver. Under vissa förhållanden borde centralbanken kunna nå sina mål lika bra genom att sätta ett pris, alltså räntan, som att slå fast en kvantitet för någon post i balansräkningen. Det skulle åtminstone gälla målen för inflation och resursutnyttjande. I praktiken är det förstås inte så enkelt. Poole (1970) publicerade ett viktigt bidrag till litteraturen där han argumenterade för att centralbanken bör sträva efter att etablera en viss räntenivå om det är vanligt med störningar på de finansiella marknaderna och efterfrågan på likviditet. Om centralbanken i sådana fall försöker hålla vissa finansiella aggregat konstanta kommer det att leda till stora förändringar i räntor, vilket i sin tur kan ge upphov till förändringar i realekonomisk aktivitet och inflation. Om centralbanken istället styr räntenivån och låter volymen på de finansiella aggregaten anpassas, så minskar de realekonomiska effekterna av störningarna på de finansiella marknaderna. Denna insikt har varit vägledande för centralbankernas agerande, både under normala tider och när det har inträffat större störningar och kriser. Men exakt hur centralbankerna bör genomföra sin penningpolitik beror också på vilka störningar det är som har inträffat på de finansiella marknaderna. Normalt kanske det räcker att centralbanken ändrar en kortfristig ränta för att räntebeslutet ska påverka övriga kortfristiga marknadsräntor och även längre marknadsräntor på ett någorlunda förutsägbart sätt. Det kan sägas ha varit ett underförstått antagande i Pooles analys. Men då och då, och framför allt i finansiella kriser, bryter transmissionsmekanismen samman och centralbanken behöver agera direkt på vissa specifika marknader eller för vissa specifika finansiella institut.

Fram till finanskrisen 2008–2009 rådde närmast konsensus bland centralbanker om att de skulle genomföra sin penningpolitik genom att använda korridorsystem med in- och utlåningsräntor, med eller utan kassakrav, för att styra de allra kortaste marknadsräntorna. Sedan dess har många centralbanker övergått till att tillämpa golvsystem där styrräntan utgörs av inlåningsräntan. En effektiv räntestyrning i golvsystem förutsätter att centralbanken säkerställer att banksystemet hela tiden håller tillräckligt stora mängder reserver i centralbanken. Det kan centralbanken åstadkomma genom att centralbanken tillför banksystemet tillräckligt med likviditet genom utlåning eller genom att köpa och inneha värdepapper. Detta visar att penningpolitik ofta innebär avvägningar för såväl räntenivåer som hur stor centralbankens balansräkning ska vara och vad den ska innehålla.¹⁸

¹⁸ Se Borio (2023) för en diskussion om de utmaningar centralbanker står inför och de vägledande principer de bör beakta i strategiska vägval beträffande utformningen av penningpolitiskt styrsystem och balansräkningens storlek och sammansättning.

5.4 Penningpolitiska handlingsregler och kommunikation

Utöver de formella regler som styr vilka poster som kan finnas i en centralbanks balansräkning och hur förändringar i dem ska genomföras, behöver centralbanken ha en genomtänkt strategi och några handlingsregler för vilka beslut den ska fatta för att uppfylla sina mål avseende inflationen, sysselsättningen samt stabiliteten och effektiviteten i det finansiella systemet.

Sedan början av 1990-talet har det dominerande tankesättet inom centralbanksvärlden varit en strategi som betecknas som inflationsmålspolitik. Utgångspunkten i denna är ett explicit mål för inflationen, som centralbanken, regeringen eller parlamentet bestämmer eller kommer överens om gemensamt. Tanken är sedan att centralbanken ska förändra sina penningpolitiska instrument beroende på hur inflationen utvecklas i förhållande till det målet, men med viss hänsyn taget också till den realekonomiska utvecklingen. Målet är att centralbankens räntebeslut ska minimera inflationens avvikelser från inflationsmålet över tiden, och möjligen också variationerna i sysselsättningen och resursutnyttjandet. En sådan handlingsregel kan beskrivas på olika sätt. Ett sätt är att se det som en explicit regel för hur styrräntans nivå ska bero på observerad inflation och resursutnyttjande. Ett annat är att se det som ett optimeringsproblem där inflationens observerade och förväntade utveckling, men också exempelvis resursutnyttjandet, ger både en viss nivå för styrräntan just nu och en förväntad bana framöver. Det är förstås ingen centralbank som följer någon av dessa handlingsregler exakt, eftersom verkligheten är för komplicerad. Att enbart tillämpa strikta regler skulle inte kunna ge god måluppfyllelse. Men den här typen av handlingsregler används ändå ofta av centralbankerna i deras interna analyser och som del av underlaget för deras beslut, och ibland även som utgångspunkter i den externa kommunikationen.

Centralbanker har överlag strävat efter att kommunicera så tydligt som möjligt under perioden då man följt en inflationsmålspolitik. Det finns flera orsaker till detta. En är att centralbankerna under denna tid har fått en hög grad av självständighet att fatta egna beslut. Det behöver uppvägas av tydlig information och kommunikation från centralbankerna så att de kan utvärderas. En annan orsak är att förväntningar om framtida penningpolitik har effekter på de finansiella marknaderna redan i dag. Centralbankerna kan alltså påverka räntor, växelkurser och andra förhållanden på de finansiella marknaderna genom sin kommunikation. Kommunikation har därför blivit något av ett instrument för centralbankens politik.¹⁹

En form av kommunikation är att centralbanken utöver att fatta beslut om vad styrräntan ska vara just nu också publicerar information om vad man räknar med ska hända med styrräntan, inflationen och resursutnyttjandet framöver. Reserve Bank of New Zealand var först ut med att publicera en prognosticerad bana för styrräntan 1997, och Norges Bank och Sveriges riksbank följde efter 2005 respektive 2007. När många centralbanker sedan fick uppleva att styrräntan hamnade nära sin nedre gräns, såg de vägledning om den framtida styrräntan (eng. forward guidance) som ett viktigt

¹⁹ För en beskrivning av hur centralbankers självständighet och transparens har utvecklats, se Dincer och Eichengreen (2014). Holmes (2014) presenterar en antropologisk analys av hur centralbankernas sätt att beskriva sin verksamhet och ekonomin i stort påverkat allmänhetens uppfattningar.

komplement till den vanliga penningpolitiken – eftersom marknadsräntor påverkas av förväntningar om styrräntan.

De effekter som uppstår när centralbanken köper värdepapper tolkas ibland också i termer av "signalering". Genom att köpa eller sälja värdepapper eller valutor kan centralbanken uppfattas ge signaler om vad man anser är rimliga nivåer på räntor och valutakurser, och därmed också om sina förväntningar om styrräntan. Bara det faktum att aktörerna på de finansiella marknaderna kan tolka centralbankens agerande på det sättet innebär att centralbanken behöver ha en strategi för sin "signalering", oavsett om man själv tycker att detta är en viktig kanal eller ej.

Inflationsmålspolitiken har överlag beskrivits som framgångsrik i såväl olika länder som olika utvärderingar. Det gäller särskilt när man jämför med erfarenheterna från 1970- och 1980-talen, då den ekonomiska utvecklingen ofta utmärktes av "stagflation" – låg ekonomisk tillväxt och hög inflation.²⁰ Men under 2000-talet har nya problem uppstått som inte förutsågs när inflationsmålsstrategierna utformades på 1990-talet. Det betyder att centralbankerna har behövt anpassa sina sätt att genomföra penningpolitiken till de ändrade förutsättningarna. Det gäller både deras handlingsregler och kommunikation.

Den finansiella krisen 2008–2009 och dess följdverkningar ledde till nya former av såväl ut- och inlåning från centralbankerna som marknadsoperationer jämfört med vad som hade varit normalt under en längre tid. Åtgärderna har beskrivits som "okonventionell penningpolitik" och exempelvis bestått av negativa styrräntor, tillgångsköp, även kallade kvantitativa lättnader (eng. quantitative easing, QE) och framåtblickande vägledning (eng. forward guidance). Denna beteckning är dock missvisande, eftersom tillgångsköp har varit ett vanligt instrument i centralbankers historia. Framåtblickande vägledning har också förekommit tidigare, inte minst i form av publicerade ränteprognoser från vissa centralbanker som har inflationsmål. Negativa styrräntor har dock inte förekommit tidigare.

Erfarenheterna från den finansiella krisen har också lett till en diskussion om huruvida stabiliteten i det finansiella systemet borde vara ett ytterligare separat mål för penningpolitiken, utöver en låg, stabil inflation och ett högt, stabilt resursutnyttjande. Diskussionen har förts i termer av om centralbanken bör "luta sig mot vinden" och till exempel försöka bromsa stigande tillgångspriser eller att hushållen skuldsätter sig för mycket, utöver hänsyn till hur inflationen eller resursutnyttjandet utvecklas. En liknande diskussion har förts i termer av "lean versus clean": Ska centralbankerna nöja sig med att rensa upp efter att någon finansiell marknad har havererat, eller ska de också använda penningpolitiken för att försöka förebygga ett haveri? Ingen ifrågasätter att centralbanker har ett ansvar för att det finansiella systemet är stabilt och effektivt (se tabell 1), utan frågan handlar snarare om ifall vissa instrument ska kopplas till vissa mål och andra instrument användas för andra mål. Det är, som vi har sett, svårt att dra någon gräns för vad exakt som ska anses ingå i ett penningpolitiskt styrsystem. Även om penningpolitiken normalt, åtminstone erfarenhetsmässigt, hittills främst handlat om att bestämma nivån för en kortfristig styrränta, så kommer

²⁰ Se Bylund m.fl. (2023).

centralbankerna från tid till annan också att behöva genomföra sin penningpolitik genom andra typer av åtgärder, som mer långfristiga lån till bankerna eller köp och försäljning av värdepapper.

Centralbanken kan alltså behöva ändra i sin balansräkning och tillhörande instrument över konjunkturcykeln för att parera svängningar i inflationen och den ekonomiska aktiviteten, och möjligen också den finansiella stabiliteten. Men balansräkningen kan också behöva ändras mer varaktigt om det finansiella systemet förändras. En fråga som diskuterats är till exempel att olika regleringar har bidragit till att öka efterfrågan på säkra och likvida placeringar. Detta kan leda både till ökad efterfrågan på inlåning i centralbanken och på att centralbankens köp av värdepapper kan få andra effekter än tidigare. En annan fråga gäller hur den växande betydelsen av andra finansiella intermediärer än banker (ibland kallade "skuggbanker") ska påverka hur centralbankerna utformar sin penningpolitik, till exempel när det gäller motparter och deras tillgång till stående faciliteter.

Det har visat sig svårt att utforma regler för att implementera och kommunicera kring den "okonventionella penningpolitiken" som är lika enkla som reglerna för en centralbanks räntebeslut. Negativa styrräntor strider mot många intuition om att räntor bör vara positiva. Frågor har lyfts om en centralbanks framåtblickande vägledning, det vill säga "forward guidance" i andra former än ränteprognoser, ska uppfattas som ovillkorlig, det vill säga ett bindande löfte, eller som betingad av den ekonomiska utvecklingen. Även centralbankernas beslut om förändringar av sina värdepappersinnehav innehåller många fler dimensioner än besluten om en eller flera styrräntor. Värdepapperen har många olika löptider, olika emittenter, är förknippade med olika risker och så vidare. Det är därför inte lika lätt att presentera planer för värdepappersinnehaven som för räntebesluten. För allmänheten är det inte heller självklart lika intressant att få information om centralbankens transaktioner med värdepapper som om räntebesluten. Det är dock vanligt att centralbanker publicerar åtminstone grova planer för hur de ska ändra sina innehav av värdepapper. Riksbanken gör till exempel det sedan flera år.

Sammanfattningsvis handlar penningpolitik i praktiken förstås om mycket mer än hur en centralbank utformar regler för hur den ska bestämma räntor och andra instrument som den förfogar över. Hur centralbanken motiverar sina beslut och kommunicerar om dem kan också påverka måluppfyllelsen. Det är också naturligt att såväl utformningen av regelverken som kommunikationen ändras över tid med tanke på att centralbanken verkar i och via det finansiella systemet, som ständigt förändras.

6 Avslutning

Penningpolitik handlar inte enbart om att bestämma en styrränta. I denna artikel har vi gett en bredare bild av centralbankens uppgifter och verktygslåda. Ibland behöver en centralbank exempelvis köpa eller sälja värdepapper och ge lån på längre löptider och till andra motparter och villkor än normalt, för att stabilisera det finansiella systemet och ekonomin i stort. Hur instrumenten och motparts-kretsen ska

kombineras och utformas över tid beror alltså bland annat på förhållandena i det finansiella systemet.

Vi har belyst hur centralbanker och framför allt Riksbanken genomför penningpolitiken i praktiken. Som bankernas bank ska centralbanken se till att försörjningen av betalningsmedel och krediter till företag och hushåll fungerar smidigt och främjar en god och stabil ekonomisk utveckling. Därför innehåller formuleringar av centralbankers mål och uppgifter ofta argument om prisstabilitet, stabil och hög produktion och sysselsättning, och stabilitet och effektivitet i såväl betalningssystemet som det finansiella systemet i övrigt. För att uppnå dessa mål har centralbanker flera verktyg i sina balansräkningar för att kunna omsätta beslut om penningpolitik och finansiell stabilitet i praktiken.

Gemensamt för alla centralbanker är att de behöver ha möjlighet att kunna göra olika finansiella transaktioner med aktörer i det finansiella systemet för att lyckas med detta. Förhållandena i de finansiella systemen skiljer sig dock åt mellan olika länder, och de förändras också över tid. Det påverkar vilka verktyg centralbanker väljer att använda för att kunna utföra sina uppdrag. Eftersom omvärlden förändras hela tiden behöver centralbanker utgå från några vägledande principer när de utformar sina ramverk och system för att genomföra penningpolitiken. På så sätt kan de förhoppningsvis utföra sina uppdrag på ett effektivt sätt även under förutsättningar som man inte kunde känna till på förhand. Vi har gått igenom ett antal vägledande principer och överväganden som centralbanker behöver beakta när de utformar sina styrsystem. Även om centralbanker måste förhålla sig till finansiella system som uppvisar strukturella skillnader över tid och mellan olika valutaområden så fokuserar alla centralbanker normalt på att styra den allra kortaste räntan på marknaden för dagslån mellan banker. Mer information om detta ges i övriga artiklar i detta temanummer.

Referenser

Bindseil, Ulrich (2016), "Evaluating monetary policy operational frameworks", i *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks*, Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 179–277.

Borio, Claudio (1997), "The implementation of monetary policy in industrial countries: a survey", *BIS Economic Papers*, No 47, July 1997.

Borio, Claudio (2023), "Getting up from the floor", Working paper nr 1100, BIS.

Bylund, Emma, Jens Iversen och Anders Vredin (2023), "Monetary policy in Sweden after the end of Bretton Woods". Uppsats presenterad på konferens om "50 years after Bretton Woods: the experience of small open economies", ETH, Zürich, 29–30 juni, 2023.

Capie, Forrest, Charles Goodhart och Norbert Schnadt (1994), "The development of central banking", i Forrest Capie, Stanley Fischer, Charles Goodhart och Norbert

Schnadt (red.), *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, s. 1–261.

Dincer, N. Negiz och Barry Eichengreen (2014), "Central bank transparency and independence: Updates and new measures", *International Journal of Central Banking*, vol. 10, nr 1, March 2014, s. 189–253.

Hansson, Denise och Ingrid Wallin Johansson (2023a), "Riksbankens penningpolitiska styrsystem efter reformen 2019–2022", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 29–59, Sveriges riksbank.

Hansson, Denise och Ingrid Wallin Johansson (2023b), "Centralbankers styrsystem – en internationell utblick och jämförelse", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 60–106, Sveriges riksbank.

Holmes, Douglas R. (2014), *Economy of Words*, The University of Chicago Press.

Poole, William (1970), "Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, s. 197–216.

Roberds, William och Francois R. Velde (2016), "The descent of central banks (1400–1815)", i Michael Bordo, Öyvind Eitrheim, Marc Flandreau och Jan Qvigstad (red.), *Central Banks at a Crossroads*, Cambridge University Press, s. 18–61.

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

Sveriges riksbank (2023), *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2022*.

Wessels, Paul and Dirk Broeders (2022), "On the capitalisation of central banks", *Occasional Studies*, Volume 20 – 4, De Nederlandsche Bank.

Zagaglia, Paolo (2008), "Money-market segmentation in the euro area: what has changed during the turmoil?", *Bank of Finland Research Discussion Papers*, nr 23.