

PETER ENGLUND  
LARS HÖRNGREN  
STAFFAN VIOTTI

# Penningpolitiken och den nya dagslånemarknaden\*

*I november 1985 togs flera viktiga steg mot en avreglering av kreditpolitiken. Villkoren för bankernas upplåning i riksbanken förändrades väsentligt. I denna artikel behandlas effekterna av förändringen. Författarna lämnar också ett förslag till ändrad organisation av dagslånemarknaden.*

Den 21 november 1985 fattade riksbanksfullmäktige beslut om en rad ändringar av de penningpolitiska medlen: upphävande av utlåningsregleringar, höjning av kassakravet och ändringar av villkoren för bankernas upplåning i riksbanken. (Se Kredit- och Valutaöversikt 1985:4.) Detta innebär ytterligare en väsentlig avreglering av kreditpolitiken. Av regleringarna på detta område är det egentligen bara valutareglerna som fortfarande är i funktion. Dess framtida roll kommer med säkerhet att stötas och blötas flitigt den närmaste tiden i anslutning till valutakommitténs betänkande (SOU 1985:52).

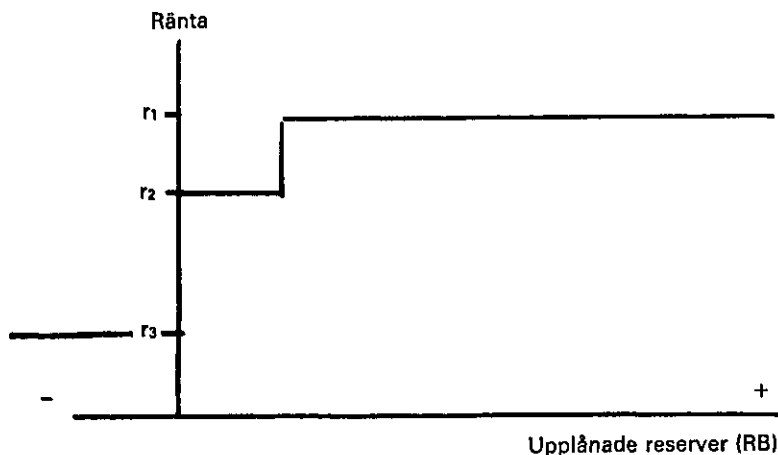
I den här artikeln ska vi inte diskutera avregleringsaspekten på riksbankens åt-

gärder, utan i stället behandla de ändrade villkoren för bankernas lån i riksbanken. I Englund, Hörngren & Viotti [1985 a, b] har vi analyserat den svenska penningmarknadens funktionssätt. Vi tog där fasta på skillnaden mellan å ena sidan de lägen när bankerna har stor upplåning i riksbanken, då straffrätan blir riktmärke för penningmarknadsräntorna, och å andra sidan lägen med liten eller ingen upplåning, då marknadsräntan kommer att ligga under straffrätan. Det nya systemet där straffrätan ersätts av en trappa av räntor innebär att en sådan tudelning i två fundamentalt olika marknadslägen inte längre kan göras. Räntetrappan kan i stället tolkas som ett mellanting mellan dessa två extremer. För små störningar, inom ett givet trappsteg, fungerar marknaden som i straffrättezonen, medan större förändringar leder till räntjusteringar motsvarande dem som upp-

*Docent PETER ENGLUND är verksam vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet, medan ekon lic LARS HÖRNGREN och docent STAFFAN VIOTTI båda är verksamma vid Handelshögskolan i Stockholm.*

\* Vi har fått värdefulla synpunkter från Thomas Franzén, Lars Nyberg, Jan Sundberg, Anders Vredin och Pehr Wissén. Tack också till Onerva Lahdenperä, som ritat figurerna. Finansiellt stöd har erhållits från Jan Wallanders stiftelse samt från PKbanken/Postverket.

Figur 1 Bankernas upplåningsmöjligheter i straffräntesystemet



trädde i situationer då bankerna inte hade någon upplåning.

I den här artikeln analyserar vi dagslåneräntans bestämning i det gamla och nya systemet. Slutsatsen är att riksbanken med hjälp av räntetrappan har fått bättre möjligheter att kortsiktigt påverka räntenivån. Detta kan komma att leda till större räntevariationer än hittills. Mycket beror emellertid på riksbankens vilja att stabilisera räntorna och dess förmåga att styra systemet. Detta kommer också att bli avgörande för hur omläggnings påverkar de längre räntorna på penningmarknaden.

I slutet av artikeln diskuterar vi även dagslånemarknadens organisation. Det nya systemet kommer att aktivera dagslånemarknaden och dess nuvarande primitiva organisation är illa anpassad till de nya påfrestningarna. Vi skisserar ett förslag till ett mäklarsystem på dagslånemarknaden, som kan bidra till att effektivisera marknaden och stabilisera dagslåneräntan.

### Dagslånemarknaden

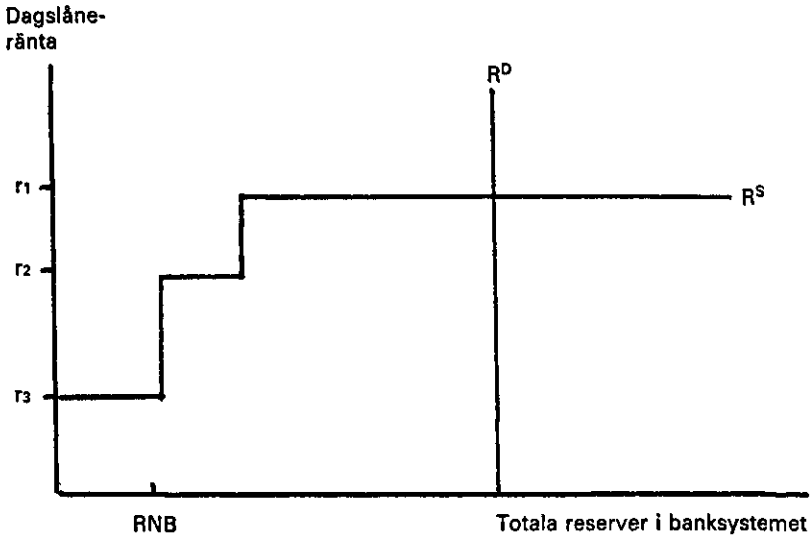
Det system för bankernas upplåning i riksbanken som tillämpades fram till den

9 december 1985 kan sammanfattas med hjälp av *Figur 1*.

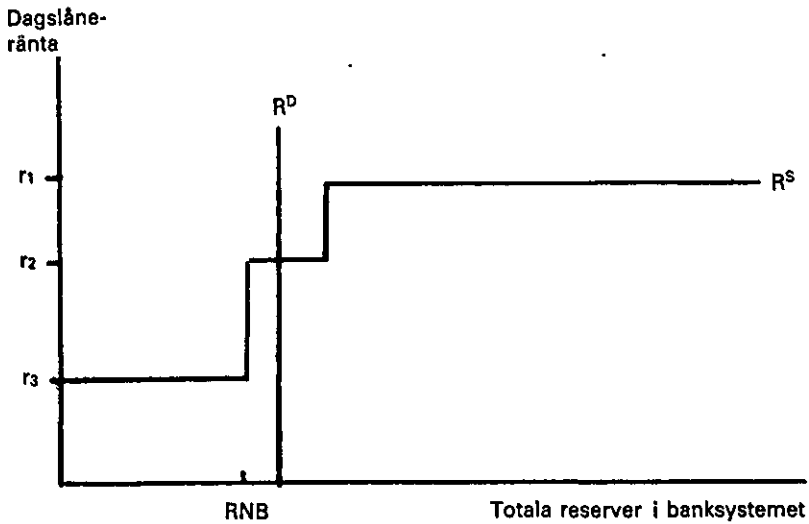
Bankerna hade rätt att i riksbanken låna upp till 25 procent av sitt egna kapital till det officiella diskontot  $r_2$  (detta motsvarade ungefär 2,6 miljarder i upplåning för banksystemet som helhet). Därutöver hade bankerna obegränsade möjligheter att låna till straffräntan  $r_1$ . Överskottsmedel kunde sättas in på riksgäldskontoret till räntan  $r_3$ , som alltid låg klart under diskontot.

Bankernas upplåning i riksbanken utgör en del av dagslånemarknaden, d v s marknaden för lån från en bankdag till en annan; den anglo-saxiska benämningen "overnight loans" är egentligen mer adekvat. Till grund för varje banks agerande på dagslånemarknaden ligger en bedömning av likviditetsutvecklingen. En banks likviditet påverkas dels av betalningsströmmar mellan bankerna, dels av att den totala mängden reserver i banksystemet förändras i samband med skattebetalningar, statliga låneemissioner, valutaflöden m m. Likviditeten är ofta ojämnt fördelad mellan olika banker; många statliga betalningar görs t ex över PKbanken. Varje enskild banks position beror också på de köp och försäljningar

Figur 2 a Dagslånemarknaden med straffränteupplåning



Figur 2 b Dagslånemarknaden utan straffränteupplåning



av värdepapper som man planerar att göra under dagen. Banken måste varje dag se till att ha tillräckligt med reservmedel för att kunna uppfylla riksbankens kassakrav enligt vilket varje banks behållning på checkräkning i riksbanken ska uppgå till ett visst belopp.

Om en bank efter att ha bedömt sin likviditetsutveckling kommer fram till att man verkar ha mer reservmedel än man anser sig behöva, försöker man låna ut

dessa till andra banker via sina dagslånemäklare. Fattas det reservmedel försöker man på motsvarande sätt att skaffa lån från andra banker. På detta sätt kan man emellertid bara omfördela reserver bankerna emellan och om banksystemet som helhet har ett lånebehov måste detta tillfredsställas med upplåning i riksbanken.

Utbud och efterfrågan på dagslånemarknaden illustreras i *Figur 2*. Efterfrågan,  $R^D$ , utgörs helt enkelt av summan av

alla bankers kassakrav. I Sverige är kassakravet formulerat så att en viss andel,  $f$  n 3 procent, av "nettobelopp förbindelser" (ungefär samma sak som inlåning) två månader tidigare ska hållas i reserver, s k "lagged reserve accounting". Det innebär att det inte finns något samband mellan reservefterfrågan och inlåningsutvecklingen samma vecka eller månad. Bankernas efterfrågan på reserver är således fixerad i kronor och påverkas därför heller inte av dagslåneräntan.

Utbudet,  $R^S$ , utgörs delvis av icke upplånade reserver,  $RNB$  för "reserves, non-borrowed", en post som bestäms av valutaflöden, budgetutfall och marknadsoperationer. Vi kan schematiskt tänka oss den som summan av valuta-reserv och riksbankens innehav av statspapper minus allmänhetens sedelinnehav.<sup>1</sup> Hårtill ska läggas bankernas upplåning. Detta innebär att om vi adderar utbudet av icke upplånade reserver till räntetrappan i *Figur 1* får vi det totala reservutbudet i banksystemet. Läger vi så in den efterfrågan som svarar mot kassakravet får vi en bild av hur dagslåneräntan bestäms.

*Figur 2 a* illustrerar det läge som varit vanligast på senare år. Banksystemet som helhet har legat med en upplåning långt över den gräns där straffräntan börjat gälla. I allmänhet har alla banker lånat i riksbanken och dagslånemarknaden har varit helt ointressant, men periodvis har någon bank haft ett likviditetsöverskott och lånat ut till övriga banker. Då har straffräntan, oftast, blivit gällande även på dagslånemarknaden i övrigt.

*Figur 2 b* illustrerar ett intressantare läge på dagslånemarknaden, där bankerna totalt sett har ett lägre behov av upplåning i riksbanken. Dagslånemarknaden är aktiverad eftersom en del banker har överskottsreserver som de naturligtvis föredrar att sälja till underskottsbanker framför att sätta in dem till räntan  $r_3$  i riksgäldskontoret. Små variationer i utbudet kan drastiskt påverka en enskild banks reservsituation. Det finns ingen anledning

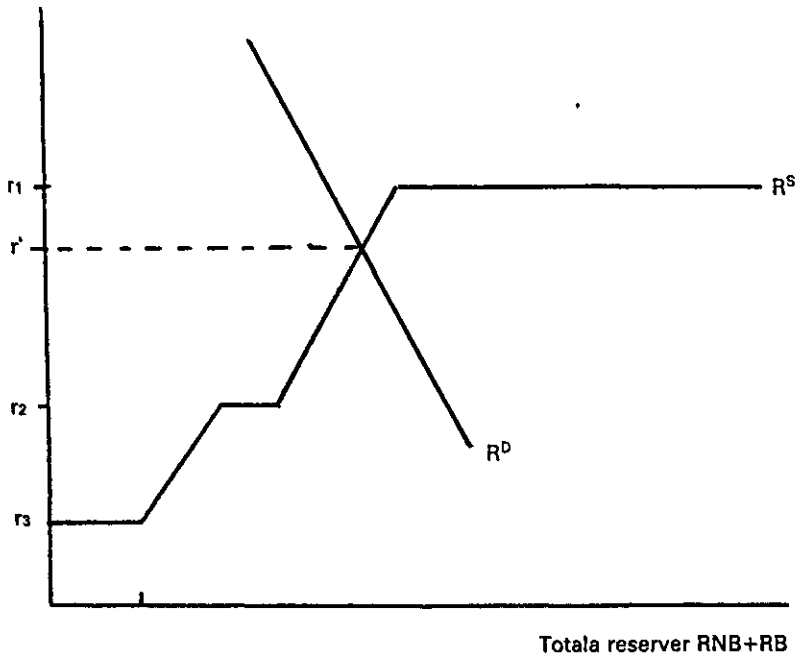
för bankerna att utgå ifrån att dagslåneräntan kommer att vara i nivå med straffräntan. Med en perfekt fungerande dagslånemarknad skulle uppenbarligen dagslåneräntan i *Figur 2 b* bli lika med diskontot  $r_2$ . Den svenska dagslånemarknaden är emellertid en ganska primitiv telefonmarknad där affärerna görs upp bilateralt mellan bankerna. Dagslånemäklarna på bankerna köper och säljer till varandra i ett pokerliknande spel, där ingen entydig ränta etableras. Genomsnittsräntan kan i princip ligga var som helst mellan  $r_1$  och  $r_3$ . Med olyckligt utfall i "pokerspelet" kan en bank efter avslutade dagslånetransaktioner komma i ett läge med för små reserver, något som framtvingar upplåning till den ofördelaktigt höga straffräntan, eller med överskottsreserver, vilka endast kan placeras till nesligt låg ränta i riksgäldskontoret.

Ovan har vi antagit ett mycket kort tidsperspektiv, mindre än en dag. På något längre sikt kan räntenivån på dagslånemarknaden inte ses isolerat från t ex utvecklingen på penningmarknaden i övrigt samt den internationella ränteutvecklingen. När vi tidigare (Englund, Hörngren & Viotti [1985a,b], Hörngren [1985] samt Hörngren & Viotti [1985 a]) har analyserat den svenska penningmarknaden och effekterna av penningpolitiska åtgärder, har vi i förenklande syfte antagit att dagslån och penningmarknadsinstrument (t ex representerade av 30-dagars stats-

<sup>1</sup> I praktiken tillkommer ett flertal andra avdragsposter, framst investeringskonton m m, riksbankens eget kapital samt övriga skulder. Nettoutbudet av reserver till banksystemet har de facto i allmänhet varit negativt. Som exempel kan nämnas att 30 juni 1985 motsvarade kassakraven ( $R^D$ ) ca 2,5 miljarder kronor medan bankernas upplåning (RB) var 27,7 miljarder. Foljaktligen var RNB ca -25 miljarder (Källa: Kredit- och Valutaöversikt 1985:3, tabell 1, s 31). Detta exempel belyser varför upplåningen periodvis varit så stor trots att kassakraven i sig bara omfattar ett par miljarder. Ville vi illustrera detta i *Figur 2 a* skulle således RNB flyttas till vänster om nollpunkten. För de principiella resonemangen har emellertid storleken på RNB ingen betydelse.

Figur 3 Penningmarknaden i straffrantesystemet

Penningmarknadsränta



skuldväxlar) uppfattas som mycket nära substitut. Penningmarknadsränta och dagslåneränta kommer då i stort sett att sammanfalla och jämvikt på penningmarknaden kan illustreras med hjälp av *Figur 3*.

På grund av de utländska kapitalrörelsernas räntekänslighet kommer utbudskurvan att ha positiv lutning mellan trappstegen i riksbankens räntekurva; ju högre svensk ränta desto mindre innehav av utländska tillgångar och desto större valutareserv. Efterfrågekurvan kommer att få ett nedåtlutande segment om tidsperspektivet är tillräckligt långt för att förändringen i inlåningen, vilken kan antas vara räntekänslig, skall kunna slå igenom på kassakraven. Som figuren har ritats kommer systemet i ett läge där en penningmarknadsränta ( $r'$ ) etableras som ligger under straffrântan (och över diskontot och riksgäldsrântan). Om detta läge blir bestående under en längre tid, kommer bankerna i *genomsnitt* varken

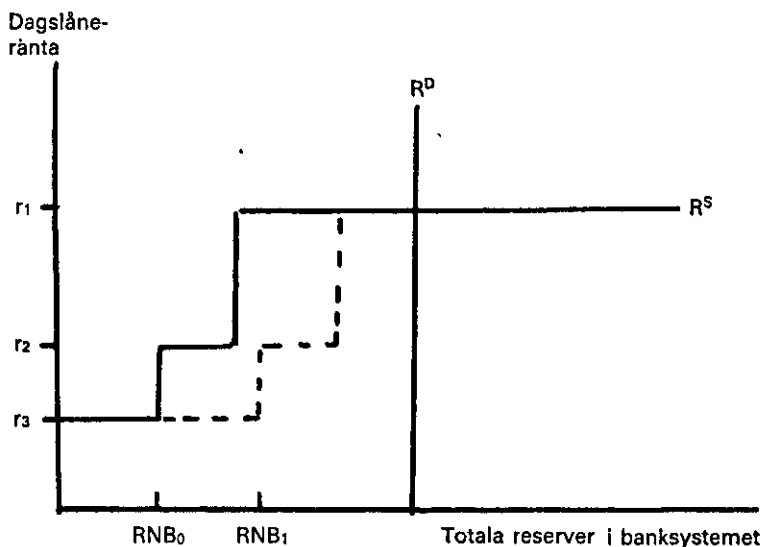
låna i riksbanken eller göra insättningar i riksgälden. Beträktat *dag för dag* kan vi dock tänkas observera både in- och utlåning och en dagslåneränta som varierar mellan straffrânta och riksgäldsrânta.

I *Figur 3* illustreras en situation där bankerna inte har någon straffrânteupplåning. Vanligen låg bankerna emellertid långt inne i straffrântezonen under långa perioder. Detta bidrog till den mycket nära kopplingen mellan dagslånerântan (straffrântan) och de något längre penningmarknadsrântorna.

### Penningpolitik i straffrântesystemet

Valet att lägga bankerna i straffrântezonen hade viktiga konsekvenser för vilken typ av penningpolitiska åtgärder riksbanken kunde tillgripa. Framför allt medförde det att öppna marknadsoperationer var verkningslösa för att påverka rânteni-vån. Detta illustreras i *Figur 4*.

Figur 4 Öppen marknadsoperation vid straffränteupplåning



Antag att riksbanken köper obligationer så att volymen icke upplånade reserver ökar från  $RNB_0$  till  $RNB_1$ . Den nya utbudskurvan för reserver ges då av de streckade linjerna i figuren. Det framgår att dagslåneräntan ligger kvar på samma nivå som straffräntan  $r_1$ . Den enda förändringen är att bankerna har minskat sin upplåning med ett belopp som exakt motsvarar ökningen i RNB, d v s i riksbankens innehav av statspapper. Genom en ännu större marknadsoperation kan riksbanken flytta bankerna ur straffräntezonen, vilket skulle sänka dagslåneräntan ned mot diskontonivån. Däremot är det uppenbarligen omöjligt att genom marknadsoperationer höja räntenivån över straffräntan.

Riksbankens enda medel för att höja räntenivån i ett läge svarande mot *Figur 4* är således att justera straffräntan. Detta höjer räntan i motsvarande grad. En nackdel är emellertid att det är omständligt att ändra straffräntan. Beslut om detta måste fattas av riksbanksfullmäktige, vilka endast sammanträder en gång i veckan. Detta ledde till det s k "torsdags-syndromet" då fullmäktiges ordinarie möten på torsdagsförmiddagarna ofta fö-

regicks av spekulativ oro på marknaden. Ett allvarigare problem var att riksbanken var förhindrad att kontinuerligt gripa in på marknaden för att påverka räntenivån i syfte att exempelvis motverka valutaflöden.<sup>2</sup> Även om riksbanksfullmäktige sammanträder varje vecka, ansågs straffräntejusteringar bara kunna ske ett fåtal gånger per år. Systemet var således inflexibelt.

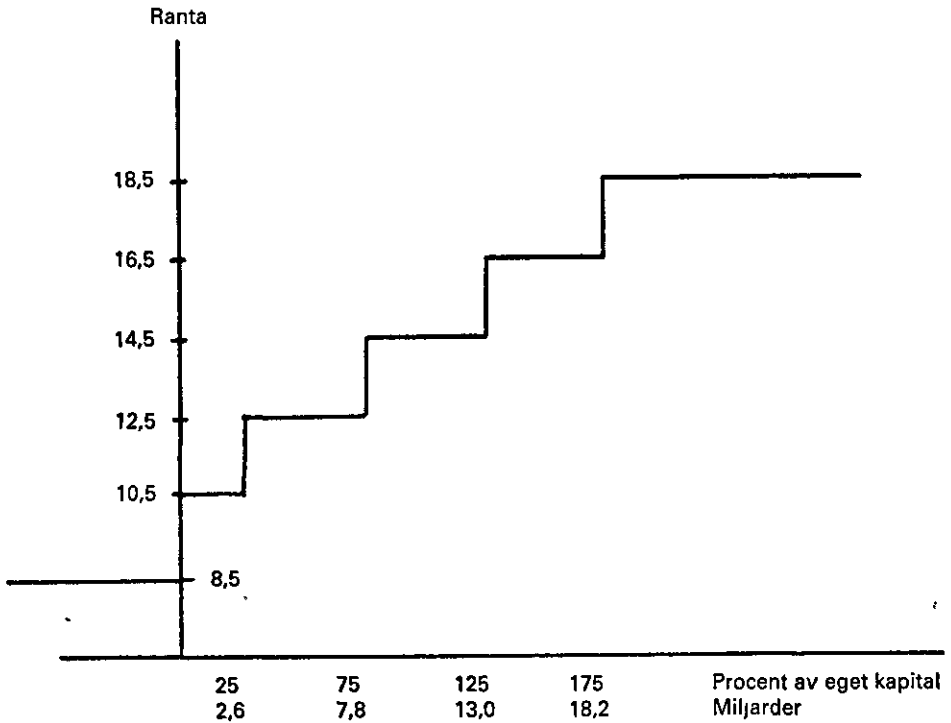
I perioder då bankerna låg utanför straffräntezonen var naturligtvis ändringar av straffräntan verkningslösa, medan öppna marknadsoperationer påverkade räntenivån. Dessa perioder var emellertid relativt få och korta.

### Den nya räntetrappan

Den 9 december 1985 introducerades nya regler för bankernas upplåning i riksbanken. *Figur 5* illustrerar detta system med sex olika räntetrappsteg. (Jämför med *Figur 1*.)

<sup>2</sup> Samspelet mellan straffränteupplåningen och valutaflödena diskuteras i detalj av Horngren och Viotti [1985 a, b]. Se även Franzén [1985].

Figur 5 Räntetrappan



Överskottsreserver kan nu placeras i riksbanken till 8,5 procent.<sup>3</sup> Därefter kan bankerna som tidigare låna upp till 25 procent av det egna kapitalet i riksbanken till 10,5 procentens ränta.<sup>4</sup> Sedan trappas kostnaderna upp i fyra etapper för att sluta vid 18,5 procentens ränta vid en upplåning motsvarande minst 175 procent av det egna kapitalet. Till denna ränta kan bankerna sedan obegränsat låna på det sätt som tidigare var fallet vid straffräntaupplåning. Vi har också i *Figur 5* på den horisontella axeln angivit vad respektive procenttal svarar mot i miljarder kronor för banksystemet som helhet. Bankerna når upp till maximal upplåningsränta vid en total upplåning på drygt 18 miljarder. Det kan noteras att bankerna periodvis, t ex under stora delar av 1985, lånat belopp som avsevärt överstiger denna nivå. Eftersom 18,5 procent är högre än någon hittills noterad straffränta, är riksbankens ambition uppenbarligen att minska den

genomsnittliga omfattningen på bankernas upplåning. Vid systemets introduktion i december var bankernas reservsituation sådan att man hamnade på trappsteget motsvarande 12,5 procent, d v s 0,5 procent under den dittills gällande straffräntan.

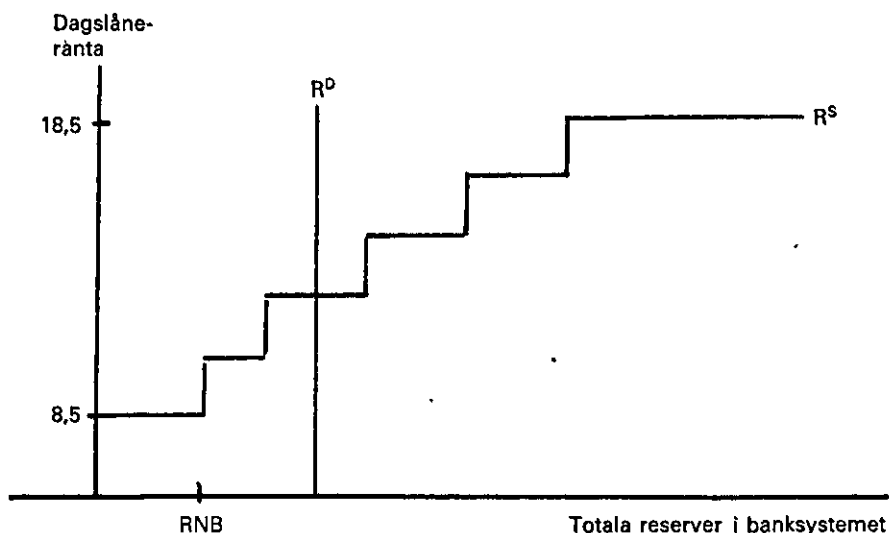
Dagslånemarknaden fungerar i det nya systemet enligt *Figur 6*.

Utbudskurvans ( $R^S$ ) läge kommer som tidigare att variera med valutaflöden, budgetutfall och öppna marknads-

<sup>3</sup> En nyhet som saknar penningpolitisk betydelse är att bankerna inte får någon ränta på kassakvotsmedel. Tidigare fick man en ränta svarande mot diskontot.

<sup>4</sup> Vid systemets introduktion motsvarade detta diskontot, men denna koppling är tillfällig, d v s trappan kommer att ligga fast när diskontot justeras. Detta innebär att diskontot i fortsättningen helt saknar direkt samband med de marknadsbestämda räntorna. På sikt kan detta komma att medföra att diskontots roll som normränta för exempelvis bankernas utlåningsrutor övertas av en "primränta", räntan på krediter till förstklassiga låntagare.

Figur 6 Dagslånemarknaden i systemet med en räntetrappa



operationer.<sup>5</sup> Vid givna kassakrav ligger efterfrågan  $R^D$  fast.

### Penningpolitik i räntetrappan

Straffräntesystemet hade som vi påpekat vissa klara nackdelar framför allt när det gällde att åstadkomma en smidig anpassning av räntorna till nya störningar. Låt oss nu se hur en öppen marknadsoperation slår i det nya systemet med en stegvis stigande upplåningsränta för bankerna. Detta illustreras i *Figur 7*.

Precis som tidigare betraktar vi ett köp av obligationer på marknaden som gör att RNB ökar. I figuren motsvaras det av att hela trappan förskjuts åt höger och den nya utbudskurvan ges av den streckade trappan. Resultatet blir i detta fall att dagslåneräntan flyttas ner ett trappsteg,  $d$  v s faller med två procentenheter (från  $r'$  till  $r''$ ).

Vi ser att riksbanken i princip har möjlighet att med hjälp av marknadsoperationer flytta trappan och därigenom lägga räntan på vilket trappsteg som helst. Dagslåneräntan kan alltså relativt smärtfritt varieras (i steg om två procentenheter) mellan 8,5 procent och 18,5 procent.

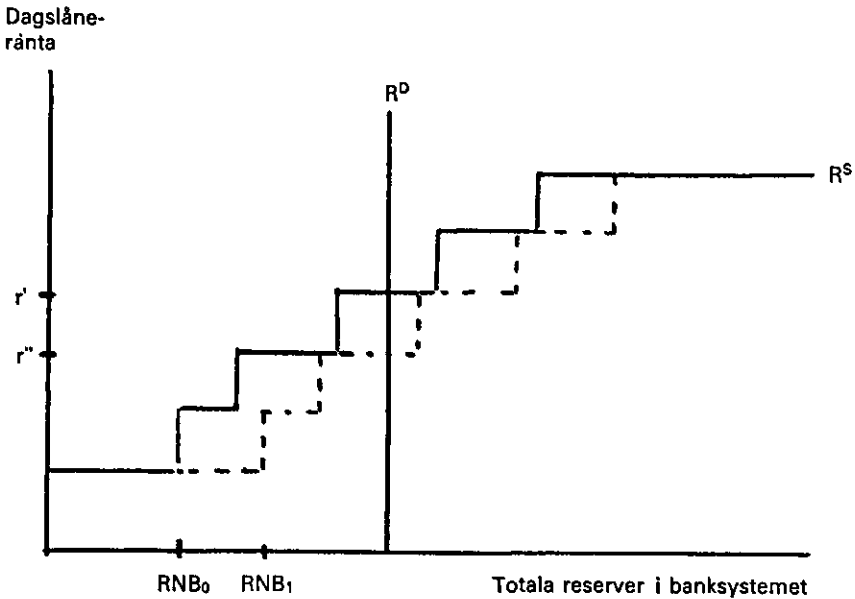
De principiella likheterna med det gamla systemet är tydliga. Där fanns tre steg, riksgäldsräntan, diskontot och straffräntan, och i det nuvarande finns det sex. De praktiska skillnaderna är emellertid påtagliga.

För det första innebär fördubblingen av antalet räntenivåer (och höjningen av minimiräntan,  $d$  v s räntan på överskottsreserver, från 6 procent till 8,5 procent) att avståndet mellan trappstegen krymper. Hoppen i dagslåneräntan behöver inte bli så drastiska som då bankerna gick i och ur straffräntezonen. För det andra låg räntan i det gamla systemet nästan ständigt på det högsta trappsteget. För att höja räntan blev man därför tvungen att ändra trappans form. Den nya räntetrappan spänner över hela det band inom vilket straffräntan hittills har rört sig och det

<sup>5</sup> I och med att räntetrappan är definerad i termer av eget kapital kan bankerna även påverka denna genom förändringar av kapitalstrukturen. Avvägningen mellan eget och frammande kapital torde dock i huvudsak bestämmas av andra faktorer. Å andra sidan kan det möjligen ifrågasättas om bankernas (historiska) val av kapitalstruktur är den mest naturliga normen för att fastställa deras upplåningsrätt.



Figur 7 Öppen marknadsoperation i räntetrappan



kan således inte vara tänkt att marknaden ska hamna på 18,5 procent annat än i undantagsfall. Genom att hålla sig i mitten av trappan har således riksbanken möjlighet att justera räntan både uppåt och nedåt från dag till dag genom marknadsoperationer. Eftersom trappstegen endast är 5,6 miljarder breda krävs heller inga gigantiska köp eller försäljningar för att flytta marknaden från en räntenivå till en annan. Detta ger större flexibilitet än det gamla systemet. Man skulle kanske kunna beskriva omläggningen så att rätten att fastställa straffräntan från dag till dag har delegerats från riksbanksfullmäktige till bankens verkställande ledning och de tjänstemän som svarar för riksbankens marknadsoperationer.

Noteras bör att den justering av dagslåneräntan som sker då marknaden flyttas från ett steg till nästa ändå måste betraktas som jämförelsevis stor. Det är endast vid ett fåtal tillfällen som straffräntan ändrats med så mycket som två procentenheter, medan detta kan komma att bli vardagliga händelser i det nya systemet.<sup>6</sup> Huruvida detta blir fallet eller inte beror i

hög grad på riksbankens styrning av systemet och i sista hand på vilka mål riksbanken har. Detta för oss in på frågan vad som ligger bakom riksbankens omläggning av upplåningsvillkoren.

### Hur kommer penningpolitiken att förändras?

Mycket tyder på (se t ex redogörelsen för räntepolitiken i Kredit- och Valutaöversikt 1985:3 ss 5-15) att riksbanken under senare år kommit att betrakta *stabilisering av valutaflödena* som det primära målet för penningpolitiken. Genom att anpassa den inhemska räntenivån till omvärlden undviks spekulativa kapitalrörelser, som snabbt kan påverka valutareserven och därmed förtroendet för växelkursen.

Det faktum att riksbanken oftast valt att lägga marknaden i ett läge, där ban-

<sup>6</sup> Observera dock skillnaden mellan en straffräntehöjning som innebär att *all* utlåning (exklusive den diskontoanknutna) belastas med två procentenheter högre kostnad och en rörelse uppåt ett trappsteg i det nya systemet som innebär en höjning av den *marginella* upplåningskostnaden.

kerna har stor upplåning i riksbanken, innebär dock att man i praktiken kommit att stabilisera *räntan* snarare än valutaflödena. Antag att det inträffar en plötslig höjning av utlandsräntorna eller någon annan störning som höjer marknadens krav på avkastning i kronor. Detta leder till ett valutautflöde, som inte hejdas förän straffräntan höjts. Eftersom straffräntan inte kan justeras dag för dag blir resultatet att kortsiktiga variationer i valutaflödena inte kan undvikas.

I och för sig kan som vi sett riksbanken åstadkomma en ökad stabilisering av valutaflödena genom att se till att penningmarknadsräntorna ligger klart under straffräntan så att bankerna undviker riksbanksupplåning. Ränteläget kan då direkt påverkas av öppna marknadsoperationer. En annan sida av detta är dock att räntorna, speciellt på dagslånemarknaden, skulle tendera att variera kraftigt dag för dag.

Det nya systemet med en räntetrappa kan ses som ett försök att finna en kompromiss mellan de två alternativ som tidigare stod till buds. Ett valutautflöde förorsakat av en utländsk räntehöjning kommer att minska utbudet av reserver och därmed förflytta räntetrappan åt vänster vilket så småningom gör att marknaden når upp till ett högre trappsteg. Alternativt kan riksbanken genom att sälja ut obligationer själv förskjuta trappan åt vänster och åstadkomma räntehöjningen utan något större valutautflöde.

Om vi jämför det nya systemet med det alternativ riksbanken tidigare tycktes föredra, ser vi att förutsättningar skapats för att snabbare och mera effektivt parera oönskade valutaflöden. Samtidigt måste naturligtvis en större variabilitet i räntorna accepteras. Detta kan tolkas så att riksbanken vill åstadkomma en större stabilitet i valutaflödena utan att förlora den kortsiktiga kontrollen över räntorna. Trappkonstruktionen leder ju till att *små* störningar i reservutbudet inte slår igenom på räntenivån i och med att riksban-

kens upplåningsränta är konstant över vissa intervall. Räntestabiliseringsambitionen finns således kvar och vilken praktisk skillnad det nya systemet kommer att medföra beror på hur riksbanken väljer att hantera det. Riksbanken kan även i fortsättningen stabilisera räntorna under förutsättning att man förmår hålla kvar marknaden på det önskade trappsteget. Detta kommer uppenbarligen att kräva större vaksamhet och skicklighet från riksbankens sida än då bankerna låg långt inne i straffräntezonen. Hädanefter kan oväntade likviditetsflöden, antingen via valutarörelser eller via statsbudgeten, på några få miljarder höja eller sänka dagslåneräntan med flera procentenheter från en dag till en annan.

Riksbankens förmåga att prognosticera likviditetsutveckling respektive att med hjälp av öppna marknadsoperationer motverka oväntade likviditetsflöden kommer följaktligen att bli av avgörande betydelse framför allt *om en stabilisering av de mycket korta räntorna anses väsentlig*.

Det nya systemet ger således riksbanken bättre möjligheter än tidigare att dag för dag justera dagslåneräntan. Frågan är hur detta påverkar riksbankens förmåga att påverka valutaflödena. Dessa styrs främst av räntorna på penningmarknaden, t ex räntorna på statsskuldväxlar med återstående löptid på mellan 30 dagar och 6 månader. Tidigare var följsamheten mellan straffränta och penningmarknadsräntor ganska stor när banksystemet låg med straffräntaupplåning (jfr diagram 2 i Englund, Hörngren & Viotti [1985a]). Spekulationer om straffränteförändringar framkallade avvikelser, men i och med att dessa var ganska sällsynt förekommande utgjorde straffräntan normalt en god prognos på räntenivån under den närmaste tiden.

Det är sannolikt att detta samband försvagas om dagslåneräntan blir mer rörlig. I och med att tillfälliga förändringar i dagslåneräntan blir relativt vanligare,

kommer en förändring en viss dag att bli svårare att tolka för marknaden. Är den en medveten markering från riksbankens sida eller beror den bara på att likviditetsprognosen för denna dag slog fel? Riksbankens möjligheter att kontrollera t ex penningmarknadsräntorna genom att styra endagsräntan kan således försvagas. Återigen beror detta på hur riksbanken kommer att hantera trappan. Lyckas styrningen av likviditeten kommer en ändring av dagslåneräntan att uppfattas som en entydig signal och påverkar direkt övriga räntor.

Det är således svårt att komma med entydiga förutsägelser om vilka effekter det nya systemet kommer att få. Om riksbanken väljer att även i fortsättningen prioritera (kortsiktig) räntestabilisering och klarar av likviditetsstyrningen, kommer den svenska penningmarknaden att kunna fungera på i stort sett samma sätt som hittills.

Om å andra sidan variabiliteten i dagslåneräntan ökar, kommer det att behövas nya marknader som gör det möjligt för bankerna att bättre styra sin likviditet. En bank som helt förlitar sig på endagsmarknaden tar stora risker och det måste därför vara angeläget att det finns möjlighet att handla med reserver inte endast på endagsbasis. På sikt kan detta komma att skapa underlag för en interbankmarknad där man handlar med löptider på mellan två och (t ex) sju dagar, d v s en svensk motsvarighet till "federal funds"-marknaden i USA.

### Dagslånemarknadens organisation

En fråga som får stor betydelse i ett system med stigande upplåningskostnader för bankerna är hur dagslånemarknaden skall organiseras. I perioder då hela banksystemet låg långt in i straffrånzonen var dagslånemarknaden ointressant. Bankerna beräknade sitt upplåningsbehov och anmälde detta till riksbanken. Eftersom alla låg med stor upplåning var det

ingen idé att försöka låna upp reserver billigare från en annan bank.

Då systemet likvidiserades och bankerna i stort sett lämnade straffrånzonen aktiverades dagslånemarknaden. Genom bilaterala telefontransaktioner mellan banker gjordes upp om dagslånevillkoren. Eftersom det är mycket få aktörer på denna marknad och storbankerna dominerar kraftigt, är det bättre att beskriva dagslåneaffärerna i speltermen än som en traditionell marknadsprocess. Det förekom således att vissa banker lånade till straffränta samtidigt som andra hamnade i riksgäldsinslåning med 6 procents avkastning.

Med det nya systemet får detta problem förnyad aktualitet. Genom att bankernas likviditetssituation varierar kan man tänka sig att en bank har överskottsreserver som ger 8,5 procent om de inte kan placeras på dagslånemarknaden samtidigt som en annan bank, om den inte hittar medel på dagslån, riskerar att låna till 16,5 procent på marginalen. Om banksystemets totala likviditetssituation är sådan att upplåningsbehovet motsvarar en ränta på 12,5 procent och systemet fungerar som en auktionsmarknad, skulle dagslåneräntan hamna på denna nivå, d v s lika med räntan på den sist handlade kronan. I ett förhandlingsspel som på den svenska dagslånemarknaden är det dock möjligt att parterna inte kommer fram till någon överenskommelse utan att de förlorar 4 procent vardera. Vinnaren är riksbanken som i detta fall kan glädja sig åt 8 procents gap mellan ut- och inlåningsräntor.

Situationer som denna kan komma att uppstå dagligen i det nya upplåningssystemet. Det är möjligt att en bank med skickliga dagslånemäklare kan göra vinster i detta spel, men banksystemet som helhet kommer troligen att förlora. Även ur riksbankens synvinkel kan en sådan här spridning i dagslåneräntorna vara ogynnsam, inte minst om den sprider sig till andra räntor och ökar deras variabilitet.

En naturlig slutsats är att den nuvarande konstruktionen av dagslånemarknaden är för primitiv för att klara av de krav det nya systemet kommer att ställa på det. Det är emellertid inte så svårt att föreställa sig hur en reformering av dagslånemarknaden skulle gå till. Följande skiss anger principerna utan att gå in i diskussionen av detaljproblem. Dagslånemarknaden sköts av en mäklare, som antingen finansieras av bankerna gemensamt eller av riksbanken. Marknaden är öppen vid slutet av bankdagen, när bankerna i stort sett har klart för sig vilka dagslånebehoven är. Tidigare under dagen har bankerna naturligtvis möjlighet att, precis som tidigare, genomföra allehanda bilaterala lånetransaktioner av endagskaraktär (eller för flera dagar). Mäklarsystemets uppgift är således inte att ersätta dagslånemarknaden utan att se till att bankernas upplåningsrätt utnyttjas effektivt.

Mäklaren kan genom att samla in information om samtliga bankers upplåningsbehov beräkna bankernas totala nettoposition gentemot riksbanken. Om detta motsvarar, säg, 50 procent av aktiekapitalet, blir banksystemets marginella upplåningskostnad 12,5 procent. För att illustrera hur arbitraget mellan banker med olika likviditetssituationer hanteras antar vi att bank A inte behöver låna något för egen räkning medan bank B måste låna motsvarande 100 procent av sitt aktiekapital och följaktligen riskerar att få betala 14,5 procent. Eftersom bank A på marginalen kan låna till 10,5 finns här en arbitragemöjlighet. Mäklarens uppgift är således att se till att bank A lånar upp medel och vidarebefordrar dessa till bank B. Eftersom bank A lånar till 10,5 och lånar ut till dagens jämviktsränta 12,5 tjänar A 2 procentenheter på affären. På detta sätt uttöms bankernas upplåningsrättigheter på en nivå innan man går över till nästa trappsteg.

Mäklaren fyller den klassiska auktionärsfunktionen och systemets jämvikt motsvarar den som skulle etableras på en

perfekt auktionsmarknad. Någon anledning för bankerna att inte ange verkliga uppskattade behov av dagslånemedel finns knappast. Om en bank av misstag eller medvetet angett för lågt upplåningsbehov får den täcka återstående behov genom riksbankens upplåning, förslagsvis till högsta ränta (f n 18,5 procent). Skulle tilldelningen av dagslånemedel bli för stor måste medlen placeras i riksbanken till inlåningsräntan (f n 8,5 procent).

En annan åtgärd som skulle kunna bidra till att förbättra dagslånemarknadens funktion är att ge bankerna tillgång till mer information. För sitt agerande på dagslånemarknaderna är de beroende av att göra likviditetsprognoser och tillförlitligheten i dessa påverkas naturligtvis av hur mycket som är känt om den aktuella situationen. Därför torde exempelvis en tätare rapportering om banksystemets totala upplåning i riksbanken kunna bidra till att stabilisera dagslånemarknaden.

Allmänt sett gäller att mer information är bättre än mindre, om det inte är förenat med några påtagliga samhällsekonomiska kostnader att ta fram eller sprida den. Eftersom de direkta kostnaderna i detta sammanhang måste antas vara forsumbara, måste argumentet för att hålla inne information av denna typ vara att den på något sätt skulle vara (samhällsekonomiskt) skadlig. I den mån riksbanken anser att sådana skadeeffekter riskerar att uppstå, bör den deklarerat vilka dessa är.

## Avslutande kommentar

Vi har i denna artikel försökt sätta in det nya systemet för riksbanksupplåning i ett större penningpolitiskt perspektiv. Det är viktigt att komma ihåg att detta skrivs när systemet just introducerats och några direkta praktiska erfarenheter av dess funktionssätt saknas. Resonemanget om dagslånemarknadens konstruktion kan mycket väl tänkas vara överspelat när detta nummer av *Ekonomisk Debatt* utkom-

mer. Omläggningen av upplåningssystemet och den samtidiga avregleringen är emellertid så genomgripande reformer att det utan tvivel kommer att ta tid innan bankerna och riksbanken helt anpassat sig till det nya systemet. Förändringen av det svenska finansiella systemet är långt ifrån avslutad.

## Efterskrift

Under pressläggningen av denna artikel har en del erfarenheter av det nya systemet hunnit göras, vilka förtjänar några kommentarer.

Med några undantag har banksystemets totala upplåning (fram till mitten av januari 1986) legat på det trappsteg som motsvarar 12,5 procents ränta. De avvikelser som förekommit har varit i riktning mot större upplåning. Då likviditeten varit ojämnt fördelad mellan bankerna har det uppstått en tendens till höjning av dagslåneräntorna över det trappsteg som varit gällande för banksystemet som helhet. Detta indikerar att den långivande banken kräver viss kompensation för att ställa sin outnyttjade upplåningsrätt till förfogande.

De banker som ställer både köp- och säljräntor på dagslånemarknaden, f n endast två, håller att räntegap ("spread") på 50 punkter (0,5 %), vilket ger en indikation på storleken på den premie som krävs. Sammantaget förefaller den genomsnittliga dagslåneräntan ha anpassats relativt väl till en nivå något över det gällande trappsteget även om spridningen i de räntor till vilka enskilda affärer gjorts varit betydande. Huruvida arbitraget bankerna emellan fungerat väl eller bankerna vid dagens slut hamnat på olika trappsteg och därigenom fått olika marginella upplåningskostnader har vi inte kunnat utröna.

Som exempel på hur riksbanken har agerat för att finjustera likviditeten i ekonomin kan nämnas den dubbla "repa" som erbjöds bankerna den 9 januari. Riksban-

ken inbjöd vid detta tillfälle bankerna att lämna anbud på repor på två räntenivåer, d v s att sälja statspapper till riksbanken med återköpsavtal (se Kvist, Nyberg och Wissen [1985] för en utförligare beskrivning). Erbjudandet gällde en tredagersperiod (13–16 januari) och anbudena avsåg dels två miljarder till 12,5 procents ränta, dels tre miljarder till 14 procent.

Syftet med transaktionen var att kompensera för en tillfällig likviditetsnedgång som väntades under den angivna perioden. Bankerna måste vid anbudstillfället göra en bedömning av var på räntetrappan systemet skulle befinna sig mellan den 13 och 16 januari. Att man skulle komma att hamna på 10,5 procent ansågs helt uteslutet, varför erbjudandet på nivå 12,5 självklart accepterades. För att repor till 14 procent skulle bedömas vara intressanta måste det finnas en viss sannolikhet att systemet, på marginalen, skulle komma upp på trappsteget 14,5 procent.

Riksbanken hade kunnat påverka likviditeten på i grunden samma sätt med hjälp av två ordinära öppna marknadsoperationer: först ett köp av statspapper till den 13 januari och sedan försäljning av samma volym den 16 januari. Fördelen med en repa är att det endast behövs en operation, nackdelen att riksbanken själv måste skapa marknaden.

En repa består i själva verket av en försäljning på spotmarknaden kombinerad med ett samtidigt köp på termin. Någon organiserad terminsmarknad för den här aktuella löptiden finns emellertid inte. Notabelt är att riksbanken i samband med repor informerar marknaden om omfattningen av den önskade transaktionen. Däremot har man hittills avvisat önskemål om att motsvarande information ska ges i samband med vanliga öppna marknadsoperationer; se Lars-Erik Klangbys uttalande i SvD 1985-12-23.

Riksbankens agerande avspeglar en tendens till förlängning av tidsperspektivet i handeln med reserver. Flerdagars repor av motsvarande slag görs även mellan

## Sveriges ledande ekonomiska konferens

# VÅRT EKONOMISKA LÄGE

19—20 mars 1986 i  
Folkets hus, Stockholm

Ur programmet:

- Den svenska ekonomin — sedd från regeringens och oppositionens sida men också internationellt
- Regionalpolitiken — med Värmland som utgångspunkt
- Hearing om maktstrukturen i Sverige

Medverkande bl.a. *Bengt Westerberg, Sten Walberg, Johan P. Olsen, Herbert Söderström, Marja Lång, Sven-Ivan Sundqvist.*

*Konferensavgiften är 1 920 kr inkl två luncher och en middag. Utan måltider är avgiften 1 300 kr.*

*För ytterligare upplysningar och rekvisition av utförligt program kontakta*



**Svenska sparbanksföreningen**

Konferenstjänsten  
Box 16426, 103 27 Stockholm  
Tel 08-57 20 00

bankerna och man handlar också med reservmedel för leverans nästkommande dag, s k "tom-next"-affärer. I dessa transaktioner, som uppenbarligen ligger mycket nära rena endagslån, blir räntetrappan inte så hårt styrande utan även räntor mellan trappstegen kan noteras. Redan i detta korta tidsperspektiv tenderar således trappstegen att suddas ut (jfr resonemangen på sid 14) och hoppen som sker på endagsmarknaden får mindre betydelse för de längre räntorna, vilka riksbanken sannolikt är mer angelägen att stabilisera. Därmed skulle också de ovan antydda nackdelarna med de höga trappstegen bli mindre allvariga.

### Referenser

- Englund, P., Hörngren, L. och Viotti, S. [1985 a], "Den svenska penningmarknaden - en modellanalys", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 2.
- Englund, P., Hörngren, L. och Viotti, S. [1985 b], "A short-term model of the Swedish money market", Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan, Research Paper No. 6293.
- Franzén, T. [1985], "Valutaflöden våren 1985", *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift*, nr 4.
- Hörngren, L. [1985], *Svensk penningpolitik - en översikt*, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan, Stockholm.
- Hörngren, L. och Viotti, S. [1985 a], "Valutarorelater och penningpolitik - en analys av valutautflödet under våren 1985", *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift*, nr 2.
- Hörngren, L. och Viotti, S. [1985 b], "Svar till Franzén", *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift*, nr 4.
- Kredit- och Valutaöversikt*, 1985:3 och 1985:4.
- Kvist, A., Nyberg, L. och Wissén, P. [1985], *Penningmarknaden*, Studieförbundet Näringsliv och Samhälle, Stockholm.
- SOU 1985:52, *Oversyn av valutaregleringen*, Liber, Stockholm.