

Riksbankspolitiken

Den avreglering av den svenska kreditmarknaden som genomförts under 1980-talet har medfört stora förändringar i Riksbankens penning- och valutapolitik. Inom ramen för en enkel strukturmodell förklaras i denna artikel på vilket sätt de olika penningpolitiska medel Riksbanken använder sig av kan kombineras för att uppnå önskad effekt.

Enligt *Lagen om kreditpolitiska medel* från 1974 är de slutliga målen för kreditpolitiken god tillväxttakt i ekonomin, låg inflation, jämvikt i utrikesbetalningarna, regional balans och en rättvis inkomstfördelning. Dessa är samma mål som brukar uppställas för den ekonomiska politiken i allmänhet.

Fram till början av 1980-talet fördes i huvudsak en marknadsreglerande kreditpolitik, vilket innebar att Riksbanken för att fullgöra sina stabiliseringspolitiska uppgifter hade ett helt batteri av regleringar till sin hjälp. Dessa kunde vara ämnade att påverka både volymen av och priset för krediter. Vissa regleringar som likviditetskvoter och placeringskrav påverkade inte bara pris och kvantitet utan även till vem krediterna skulle allokeras.

De reglerande inslagen i kreditpolitiken ökade successivt under 1970-talet. Efterhand framstod det dock allt klarare att regleringspolitikens effektivitet minskade i takt med att den svenska kreditmarknaden knöts allt närmare den internationella och nya institutioner utvecklades som ej omfattades av regleringarna.

Inte minst genom den analys som genomfördes i Kreditmarknadsutredningen (SOU 1982:52) spreds insikten att en reglerande kreditpolitik förutom att vara ineffektiv även hade negativa effekter på resursallokering och ekonomisk effektivitet och därmed minskade den ekonomiska tillväxten. Det var också svårt att påvisa att den ledde till en jämnare inkomstfördelning.

När politiken lades om i mer marknadskonform riktning gick detta snabbt. 1982 började staten att i stor skala finansiera sina underskott på marknadsmässiga villkor och mellan 1983 och 1986 togs i princip samtliga regleringar utom valutaregleringen bort. Den senare har dock liberaliserats i flera steg.

Den genomförda avregleringen har inneburit att räntorna på den svenska kreditmarknaden numera i huvudsak är marknadsbestämda, vilket radikalt ändrat förutsättningarna för Riksbankens politik. De penningpolitiska åtgärder man har till sitt förfogande för att påverka de slutliga målen är idag helt andra än tidigare.

Syftet med denna artikel är att analysera vilka medel Riksbanken efter den omfattande avregleringen använder sig av för att uppfylla de kreditpolitiska målsättningarna. Artikeln inleds med en precisering av penningpolitikens mål och de restriktioner som lagts på det penningpolitiska handlingsutrymmet. I återstoden av

Ekon lic MAGNUS HENREKSON är verksam vid Nationalekonomiska institutionen, Handelshögskolan i Göteborg.

artikeln görs ett försök att inom ramen för en enkel strukturmodell förklara på vilket sätt de olika penningpolitiska medel Riksbanken har till sitt förfogande kan kombineras för att uppnå de önskade effekterna.

Mål och medel

Penningpolitiken inriktas på att söka uppfylla vissa intermediära mål, vars uppfyllelse indirekt antas leda till att även de slutliga målen uppfylls. De intermediära målen kan t ex avse räntan, penningmängden, kreditvolymen, valutareserven och växelkursen.

Riksbankens *primära* mål är idag att se till att den svenska kronans värde håller sig inom ett visst intervall gentemot en korg av utländska valutor. Detta kräver att man lyckas stabilisera valutaflödet.¹

Anledningen att man valt detta mål är att i en liten öppen ekonomi som den svenska utgör en fast växelkurs ett viktigt stabiliseringspolitiskt ankare, avsett att förhindra att den svenska pris- och kostnadsutvecklingen kommer ur fas med omvärldens med negativa effekter på produktion och sysselsättning som följd.

Sedan Sverige lämnade valutaormen i augusti 1977 förs en valutakurspolitik som innebär att den svenska kronans värde (bortsett från devalveringar) stabiliseras i förhållande till ett vägt genomsnitt av valutorna i den sk valutakorgen.² Efter den senaste devalveringen är riktvärdet för valutakursindex 132. Detta riktvärde uppfattades länge av marknadsaktörerna som ett tak för index, men sedan index i januari 1985 för första gången tilläts överskrida 132 uppstod en betydande osäkerhet om vilka indexvariationer som Riksbanken ansåg vara konsistenta med en fast växelkurs (Hörngren & Viotti [1985]). För att minska osäkerheten tillkännagav Riksbanken våren 1985 att valutaindex fick röra sig inom intervallet 130-134, dvs $\pm 1,5$ procent i förhållande till riktvärdet. I den följande analysen förutsätts

att penningpolitiken i första hand måste avdelas för att upprätthålla växelkursmålet. Uppfyllandet av andra mål kan endast övervägas om valutasituationen är stabil eller om en sådan måluppfyllelse sammanfaller med ett upprätthållande av växelkursmålet.

Sedan 1984 gäller i princip som en norm i den ekonomiska politiken att staten ej skall öka sin utlandsskuld (se t ex Rosenberg [1986]). För att valutaindex skall hålla sig inom det föreskrivna intervallet krävs därför att det privata valutaflödet är i balans; penningpolitiken måste avdelas för att styra de privata kapitalflödena. Ett underskott i bytesbalansen måste således, givet en viss storlek på valutareserven, kompenseras av en ökad privat upplåning utomlands för att undvika att valutaindex stiger över 134. Ett överskott i de löpande betalningarna behöver däremot inte leda till att index sjunker under den tillåtna nivå, eftersom staten då kan nettoamortera sin utlandsskuld. Syftet med valutaflödesnormen är att öka trovärdigheten i växelkursåtagandet; en underliggande ojämviktssituation på valutamarknaden skall inte kunna upprätthållas genom att staten fyller på valutareserven genom att låna utomlands.

Riksbanken har i princip *tre* medel att stabilisera valutaflödet och därmed hålla index inom det föreskrivna intervallet:

1. variationer i det inhemska ränteläget, vilket kortsiktigt påverkar den relativa avkastningen på placeringar i Sverige visavi utlandet och på längre sikt den inhemska aktivitetsnivån och därmed bytesbalansen;

¹ Se t ex Sveriges Riksbank, *Forvaltningsberättelse 1986*, s 13.

² I korgen ingår de från svensk utrikeshandelssynpunkt 15 viktigaste valutorna. Vikterna för de olika valutorna beräknas som respektive lands andel av Sveriges handel med de 15 landerna. Emellertid har US-dollar en dubbel vikt. När systemet infördes sattes index till 100.

Tabell 1 Riksbankens balansräkning.

| Tillgångar | | Skulder | |
|-------------------------------|-------|----------------------|-------|
| Valutareserv (FX) | 48,6 | Sedlar & mynt (SM) | 52,3 |
| Statspapper (T ^c) | 84,8 | Särsk räkn (INV) | 27,3 |
| Bankupplåning (RB) | 8,4 | Kassakrav (RR) | 7,2 |
| | | Överskottsres (RX) | 0,0 |
| | | Eget kapital mm (EK) | 55,0 |
| Σ | 141,8 | Σ | 141,8 |

2. variationer i den egna terminspositionen i utländsk valuta, vilket kan användas för att påverka den privata sektorns risktagande i utländsk valuta och därmed det privata kapitalflödet; och, något anmärkningsvärt;

3. variationer i index självt, vilket likaledes påverkar den relativa avkastningen på placeringar i Sverige.

Räntan påverkas genom att Riksbanken genom att styra likviditeten i banksystemet påverkar kostnaden för bankernas marginalfinansiering, vilket får effekt på den totala räntestrukturen. Variationer i valutaindex åstadkoms genom interventioner på valutamarknaden. Riksbankens agerande på dessa områden kan också påverka förväntningsbilden på avgörande sätt.

Likviditeten i banksystemet

Riksbanken publicerar fortlöpande den egna balansräkningen i sin veckorapport. En närmare analys av balansräkningens poster visar hur förändringar i dessa bestämmer likviditetsläget på den svenska penningmarknaden.

Tillgångssidan delas upp i utländska och inhemska tillgångar. De utländska tillgångarna består huvudsakligen av valutareserven (FX). De inhemska tillgångarna är i princip två: Riksbankens innehav av statspapper (T^c) och lån till banker (RB), vilka ofta kallas bankernas upplånade reserver.

Skulderna är nästan helt och hållet inhemska. Sedlar och mynt (SM) utgör en räntelös fordran på Riksbanken. Bankernas kassareserver (RR) är de medel som bankerna måste ha inestående på räntelöst konto i Riksbanken för att uppfylla kassakravet. Förutom kassakravsmedel i Riksbanken har bankerna också möjlighet att placera sin överlikviditet på konto i Riksbanken. Denna överskottsinslåning (RX) har på senare år varit obetydlig eftersom Riksbanken valt att styra bankernas likviditet på ett sådant sätt att de mer eller mindre permanent tvingats till upplåning (RB > 0).

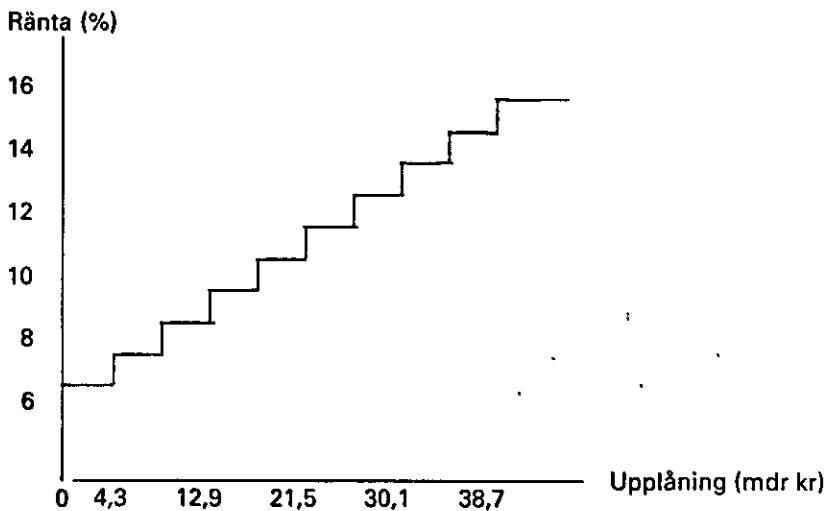
En post som växt i betydelse under senare år är särskilda räkningar (INV). Sedan början av 1950-talet har svenska företag kunnat erhålla skattebefrielse på den del av vinsten som sätts in på investeringskonto i Riksbanken. På senare år har flera nya depositionskonton tillkommit. Slutligen har vi värderingskonton och eget kapital (EK). Dessa består i princip av ackumulerade vinstmedel. Om vi i denna post inkluderar nettot av de betydelselösa småposterna kan Riksbankens balansräkning i miljarder kronor per den 5 februari 1988 avbildas som i *Tabell 1*.

Ur balansräkningen framgår att de upplånade reserverna ges av:

$$RB = SM + INV + RR + RX + EK - FX - T^c$$

Förutom att Riksbanken kan besluta om ökade kassakrav har man små möjligheter att påverka sin skuldsida i det korta per-

Figur 1 Banksystemets upplåningsvillkor i Riksbanken.



spektivet. Bankerna rekviderar erforderliga betalningsmedel från Riksbanken, insättningarna på särskilda räkningar baseras på beslut av regering och företag och det egna kapitalets storlek kan naturligtvis ej påverkas i det korta perspektivet. Om man vill påverka bankernas nettoposition ($RX - RB$) måste detta i princip ske genom variationer i det egna innehavet av statspapper (T^c) eller genom att man söker påverka valutareservens (FX) storlek. Effekten på RB blir densamma oavsett om det är FX eller T^c som ändras. Således måste Riksbanken om man vill styra RB styra ($FX + T^c$) snarare än den ena eller den andra.

Styrningen av bankernas riksbanksupplåning är viktig på grund av att bankernas upplåningskostnad i Riksbanken successivt ökar i den så kallade *rantetrappan*, vars nuvarande utseende beskrivs i *Figur 1*.

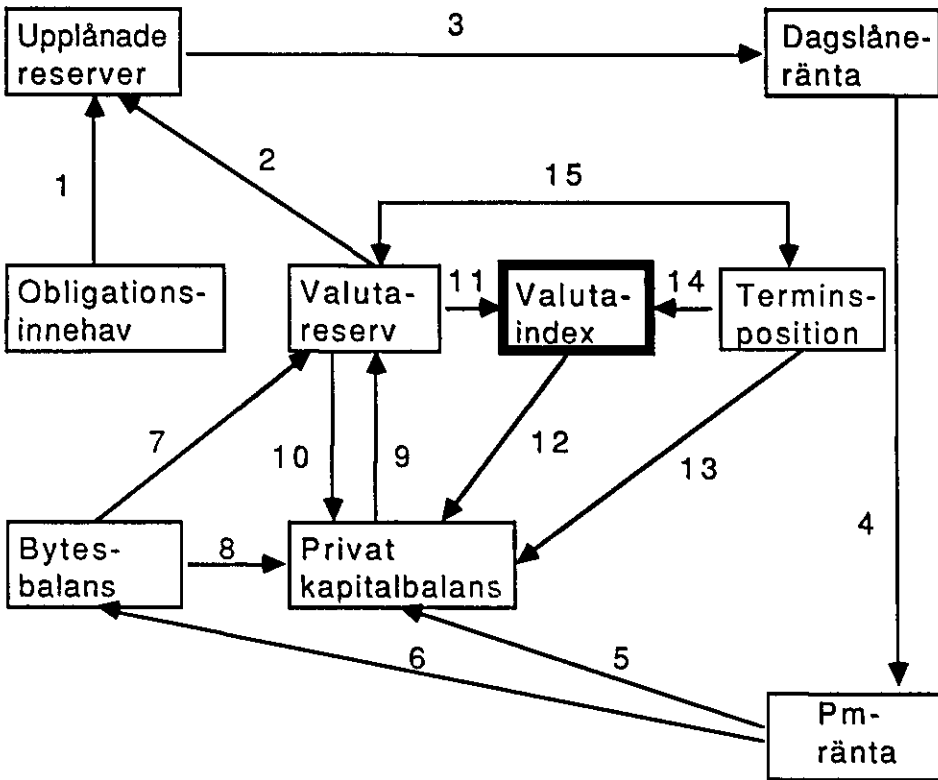
Hur upplåningsvillkoren i Riksbanken är utformade är i hög grad bestämmande för räntebildningen på dagslånemarknaden, som utgörs av lån från en dag till nästa. Lånet kan dels ske i Riksbanken, dels genom att bankerna lånar av var-

andra för att utjämna likviditeten sinsemellan.³ Genom relativt små variationer i ($FX + T^c$) kan Riksbanken flytta banksystemet mellan de olika trappstegen och därmed bestämma dagslåneräntan. En ändrad dagslåneränta påverkar även övriga räntor och därmed valutaflodet och nivån på de inhemska utgifterna. Hur väl Riksbanken kan styra övriga räntor är avgörande för den penningpolitiska effekten av en styrning av likviditeten i banksystemet.

Vilka möjligheter har då Riksbanken att styra sitt obligationsinnehav respektive valutareservens storlek? Detta diskuteras nedan inom ramen för en enkel strukturmodell avbildad i *Figur 2*. Som redan nämnts är kontrollen av valutakursindex det primära målet för penningpolitiken, men samtidigt är det tillsammans med kontrollen av obligationsinnehavet, valutareserven och terminspositionen i utländsk valuta de medel Riksbanken har

³ Dagslånemarknadens funktion beskrivs närmare i Englund, Hörngren & Viotti [1986] och Henrekson [1988].

Figur 2 Riksbankspolitiken – en strukturmodell.



till sitt förfogande. Inom modellens ram förklaras hur valutaindex styrs. För att underlätta framställningen har relationerna mellan de olika variablerna numrerats i figuren. När en viss relation analyseras i texten anges dess nummer inom [].

Styrningen av obligationsinnehavet

Riksbankens statspappersinnehav⁴ består delvis av skattkammарväxlar. Detta innehav varierar på grund av oregelbundenheter i in- och utbetalningarna över statsbudgeten som klareras via Statsverkets checkräkning. Denna skall vid dagens slut vara nollställd. Om Statsverket ligger minus på sin checkräkning säljer man skattkammарväxlar till Riksbanken motsvarande det negativa saldot, har man där-

emot ett positivt saldo köps skattkammарväxlar tillbaka motsvarande saldot. Innehavet av skattkammарväxlar är något Riksbanken i princip inte kan styra. Önskad förändringar i detta innehav till följd av stora ojämnheter i budgetutfallet får man istället parera med hjälp av återköpsavtal (repor). Om Riksbanken vill motverka en tillfällig åtstramning av likviditeten brukar man göra detta genom att köpa statsskuldväxlar av marknadsaktörerna och samtidigt avtala om att sälja tillbaka dem efter en viss tid till en avtalad kurs.⁵

⁴ Beteckningen statspappersinnehav och obligationsinnehav används synonymt i denna artikel.

⁵ Norgren [1986] gör en grundlig analys av hur olika faktorer påverkar likviditeten i banksystemet. Se även Henrekson [1988].

I övrigt kan Riksbanken variera sitt obligationsinnehav på två sätt:

i) Genom att förvärva statspapper vid emissionstillfället direkt från Riksgäldskontoret, alternativt inlösa statspapper i Riksgäldskontoret vid slutförfall.

ii) Genom öppna marknadsoperationer, vilket innebär direkt köp eller försäljning av statspapper på marknaden.

I princip får båda typerna av åtgärd samma effekt på likviditeten i banksystemet. De öppna marknadsoperationerna är ändå oftast ett effektivare sätt att påverka penningmarknadsräntan, eftersom de ger en klar indikation till marknadsaktörerna om Riksbankens räntesyn, och därmed påverkas också ränteförväntningarna.

I modellen ser vi hur ett ändrat obligationsinnehav direkt påverkar de upplånade reserverna och därmed dagslåneräntan [1, 3]. Om exempelvis Riksbanken säljer obligationer till bankerna betalar dessa genom att deras checkräkningar i Riksbanken debiteras. De upplånade reserverna ökar och eftersom bankerna tvingas till djupare straffupplåning tenderar dagslåneräntan att stiga.

En ändrad dagslåneränta påverkar i sin tur penningmarknadsräntorna [4]. Hur stor påverkan blir beror på om marknaden tolkar en ändring i dagslåneräntan som tillfällig eller mer varaktig. I det senare fallet blir påverkan på penningmarknadsräntorna större. När räntetrappan ersatte det gamla straffräntesystemet försvagades sambandet mellan dagslåneräntan och penningmarknadsräntorna. Detta har försvagat Riksbankens möjligheter att styra de något längre räntorna genom att styra dagslåneräntan. Riksbanken är främst intresserad av att styra tre- till sexmånadersräntorna eftersom dessa anses ha störst betydelse för valutaflödet. Dessa söker man bli styra genom att köpa och

sälja statsskuldväxlar på dessa löptider. Därigenom fås en dubbel effekt när man både påverkar dessa räntor direkt och indirekt via påverkan på likviditet i banksystemet.

Styrningen av valutareserven

Så länge staten inte ändrar sin egen utländska skuldsättning kan valutareserven endast förändras på ett sätt, nämligen genom att Riksbanken intervenerar på valutamarknaden. Om man inte hade satt upp något mål för växelkursen skulle man helt fritt kunna bestämma valutareservens storlek. Detta är nu ej möjligt eftersom man hela tiden tvingas att bevaka att valutaindex håller sig inom det stipulerade intervallet [11]. Om index tenderar att stiga över 134 är man tvingad att stödköpa kronor, dvs att sälja ut ur valutareserven och vice versa om index riskerar att sjunka under 130.

Vi ser i modellen att förändringar i valutareserven påverkar likviditeten i banksystemet [2] och därmed räntenivån [3, 4]. Exempelvis leder ett inflöde av valuta till att likviditeten ökar när Riksbanken betalar bankerna för köpta valutor genom insättningar på deras checkräkningar.

En ändrad räntenivå påverkar i sin tur den relativa lönsamheten för placeringar i Sverige och ger därmed allt annat lika upphov till ett valutaflöde [5], dvs en förändring i valutareserven [9]. Dessutom påverkar en ändrad ränta på lite längre sikt aktivitetsnivån och därmed bytesbalansen [6], vilken ju är en viktig komponent i valutaflödet [7]. Sambanden kompliceras ytterligare av att bytesbalansen fungerar som en viktig indikator på tillståndet i svensk ekonomi. Exempelvis tenderar en stark bytesbalans att stärka förtroendet för svensk ekonomi. Med ökat förtroende följer en ökad benägenhet att ha sina tillgångar placerade i Sverige och vi får ett ytterligare inflöde av valuta över den privata kapitalbalansen [8].

Slutligen påverkas den privata kapitalbalansen av valutareservens utveckling [10]. En god utveckling för valutareserven förstärker placerarnas benägenhet att hålla krontillgångar och kan därmed ge upphov till ytterligare inflöden och vice versa.

Variationer i index

Kronans värde i förhållande till övriga valutor (uttryckt som ett värde på valutakursindex) bestäms kontinuerligt på valutamarknaden så att utbud alltid är lika med efterfrågan på denna marknad. Men eftersom Riksbanken också är en aktör på den svenska valutamarknaden har man möjlighet att påverka utbud och efterfrågan genom sina egna interventioner. Exempelvis innebär stödköp av kronor från Riksbankens sida att man ökar utbudet på utländsk valuta genom att sälja ut ur valutareserven. Resultatet blir med största sannolikhet att index sjunker under den nivå man skulle observerat om några kronor ej stödköpts. Åtminstone är detta den omedelbara effekten, men eftersom interventionen innebär ett valutautflöde är det risk att den privata kapitalbalansen påverkas negativt enligt [10] i vår modell. Därmed kan vi snart få ytterligare en tendens till indexförsvagning istället.

Som vi redan påpekat är det viktigaste valuta- och penningpolitiska målet uppfyllt så länge index befinner sig inom den stipulerade bandbredden. Inget hindrar dock Riksbanken att låta index variera inom bandbredden på lämpligt sätt för att underlätta den egna politiken. För att förstå vilka effekter en styrning av index kan få, låt oss utgå från att differensen mellan räntan i Sverige (r_s) och räntan i utlandet (r_u) kan betraktas som summan av den förväntade växelkursförsvagningen (s) och en riskpremie (p):

$$r_s - r_u = s + p$$

Vi ser att det finns möjlighet för Riksbanken att påverka räntenivån så länge man

kan påverka växelkursförväntningarna och riskpremien.

Som visas i bl a Englund m fl [1987] finns det goda skäl att anta att riskpremien är variabel och kan påverkas av Riksbanken. Det finns således möjligheter att påverka det svenska ränteläget i förhållande till utlandet; en högre ränta i Sverige behöver inte omedelbart leda till att så mycket valuta flödar in att likviditeten ökar så mycket att räntan återgår till utgångsläget. Detta intryck förstärks av att kronkursen ej hålls helt fast mot korgindexet. Om kronans värde fixerades i förhållande till index skulle en portfölj av utländska tillgångar, vars sammansättning var identisk med valutakorgen, ha samma risk som en portfölj bestående av enbart krontillgångar. Men dels finns alltid devalveringsrisken, dels är kostnaden för ett korglån osäker eftersom index kan variera med $\pm 1,5$ procent. Effekterna av dessa variationer kan bli betydande på kostnaden för ett utlandslån. Om man exempelvis tar upp ett icke kurssäkrat utlandslån på två månader och index under denna period rör sig från 130 till 134 innebär indexeffekten att lånet har fördyrats med $ca 6 \times 3 = 18$ procent på årsbasis.

Variationer i index används som en medveten strategi av Riksbanken för att påverka valutaflödet [12]. Om man vill stimulera fram ett valutainflöde kombineras ofta räntehöjande marknadsoperationer med en försvagning av index. När index närmar sig den övre gränsen vet placerarna att det bara, bortsett från devalveringsrisken, kan röra sig nedåt. Den som lånar utomlands och placerar i Sverige kommer därför att förutom en positiv räntedifferens med stor sannolikhet kunna dra nytta av en gynnsam växelkursutveckling under lånets löptid. Detta minskar s och stimulerar ett valutainflöde.⁶

⁶ Se även Ringström [1987].

En annan faktor som bidrar till Riksbankens möjligheter att påverka ränteläget är att normen om balans i valutaflödena ej upprätthålls i det korta perspektivet. Inhållande in- respektive utflöden av valuta kan ibland tillåtas under flera månader utan att några åtgärder vidtas för att söka påverka ränteläget.

Riksbankens agerande på terminsmarknaden

I det hittills förda resonemanget har hela tiden antagits att Riksbanken vid sina valutainterventioner enbart agerat på avistamarknaden. Såsom visats av Franzén [1986] kan man även påverka den privata kapitalbalansen genom att agera på terminsmarknaden. Om Riksbanken säljer valuta på termin till en svensk valutabank kommer denna bank vid en framtida tidpunkt att få en tillgång i utländsk valuta till idag osäker kurs. Förutsatt att banken är nöjd med sin position i utgångsläget söker man eliminera den nya valutarisken genom en sk *avistagardering*. Detta sker genom att banken skaffar sig en skuld i utländsk valuta med samma förfallodag som det med Riksbanken ingångna terminskontraktet. När valutabankens utlandslån konverteras till kronor och placeras i Sverige registreras en förbättring i den privata kapitalbalansen. Antingen förstärks då index [14] eller så tvingas Riksbanken köpa upp valutan och lägga den i valutareserven; ett valutainflöde registreras [13, 9].

Analogt kan Riksbanken istället åstadkomma en försvagning av index eller valutareserven genom att köpa utländsk valuta på termin, vilket tvingar motparten, dvs den aktuella valutabanken, att skaffa sig en tillgång i utländsk valuta. När banken åstadkommer detta genom att konvertera delar av sina krontillgångar till utländsk valuta försvagas den privata kapitalbalansen och därmed index och /eller valutareserven.

Rena terminsmarknadsinterventioner från Riksbankens sida påverkar således index i normalfallet. Om Riksbanken istället väljer att göra sk valutaswapar påverkas index normalt inte. En *valutaswap* innebär att man samtidigt säljer valuta avista och köper tillbaka den på termin eller att man köper den avista och säljer den på termin på samma gång [15].

Om Riksbanken exempelvis vill förskjuta ett valutainflöde i tiden kan man sälja valuta avista till en bank och köpa tillbaka den på termin. Anledningen till att index ej påverkas är att bankens totala valutaposition är oförändrad; banken innehar endast valutatillgången under en begränsad tid och får under innehavstiden en avkastning som beror på den utländska räntan och relationen mellan avista- och terminskursen vid swaptransaktionen med Riksbanken. Valutarisken ligger alltså helt och hållet kvar hos Riksbanken, och så länge den ej överförs till övriga marknadsaktörer behöver dessa ej heller kräva någon kompensation i form av ett stärkt valutaindex.

Riksbanken genomför kontinuerligt valutaswapar med olika banker för att utjämna det registrerade valutaflödet (valutarenservens förändring). En sådan utjämning är nödvändig eftersom de veckovisa valutaflödessiffror som publiceras ofta får kraftiga effekter på marknadens ränte- och växelkursförväntningar. Denna typ av valutaflödesutjämning har underlättats av att Riksbanken i december 1986 avskaffade de sk avistalimiterna för valutabankerna. Dessa innebar att bankernas eget nettoinnehav av utländska valutor begränsades till små belopp.

Slutsatser

I denna artikel har vi sökt att inom en enkel modellram beskriva de penningpolitiska medel Riksbanken har till sitt forfarande och hur dessa används i olika kombinationer efter den omfattande avregle-

ring som nyligen genomförts på kreditmarknaden.

Vi har visat att Riksbanken i princip har fyra instrument att tillgå, nämligen förändringar i obligationsinnehavet, valutareserven, valutakursindex och den egna terminspositionen i utländsk valuta. Endast obligationsinnehavet och terminspositionen är helt exogena storheter, eftersom Riksbanken förbundet sig att hålla växelkursen inom ett visst intervall.

Stabiliseringen av den svenska kronan, under restriktionen att staten ej får låna utomlands, gör det mycket svårt att uppfylla andra penningpolitiska mål. Under senare tid har man exempelvis sökt hålla ett högt svenskt ranteläge för att bromsa den inhemska efterfrågan.⁷ För att detta inte ska ge upphov till från likviditetssynpunkt besvärande valutainflöden har Riksbanken varit tvungen att låta valutaindex närma sig den undre interventionsgränsen. Detta är ett exempel på hur en räntehöjning med hjälp av öppna marknadsoperationer respektive en stärkt krona får helt olika effekter på valutaflödet.

I analysen har det varit nödvändigt att göra vissa förenklande antaganden, främst att Riksbankens skulder är konstanta i det korta perspektivet. Antagandet är dock ganska realistiskt. Den enda skuldpost Riksbanken själv egentligen kan påverka är kassakraven, men eftersom dessa endast ändrats mycket sällan förefaller det inte vara ett medel man vill använda sig av i någon större utsträckning. Från räntetrappans införande i november 1985 fram till den 28 april 1988 ändrades kassakraven inte vid något tillfälle.

Det förda resonemanget visar att det krävs en noggrann samordning av interventionerna på penning- och valutamarknaden för att kunna styra bankernas upplånade reserver och ränte- och växelkursförväntningarna på det sätt man önskar. För att marknadsaktörerna ska få en god uppfattning om Riksbankens penningpolitiska intentioner krävs att de kan göra en god bedömning av den samlade effekten av Riksbankens agerande på både penning- och valutamarknaden.

Referenser

- Englund, P, Hörngren, L & Viotti, S, [1986], "Penningpolitiken och den nya dagslånemarknaden" *Ekonomisk Debatt*, Årg 14, nr 1.
- Englund, P, Hörngren, L, Viotti, S & Vredin, A, [1987], *Penningmarknad, rantebildning och valutaflöden*, Bilaga nr 14 till LU 87. Stockholm.
- Franzén, T, [1986], "Terminsmarknaden i Sverige". *Kredit- och valutaöversikt*, nr 2.
- Henrekson, M, [1988], *Rantebildningen i Sverige*. Studieförbundet Näringsliv och Samhälle, Stockholm.
- Hörngren, L & Viotti, S, [1985], "Valutakurser och penningpolitik - en analys av valutaflödet under våren 1985". *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift*, Årg 14, nr 2.
- Nörngren, C, [1986], "Bankernas upplåning i Riksbanken". *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 3.
- Ringström, O, [1987], "Riksbankens valutakursindex - ett medel i kredit- och valutapolitiken". *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 4.
- Rosenberg, I, [1986], "Norm för valutaflödena och den statliga utlandsupplåningen". *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 4.
- SOU 1982:52, *En effektivare kreditpolitik*. Stockholm
- Sveriges Riksbank, [1986, 1987], *Förvaltningsberättelse*.

⁷ Sveriges Riksbank, *Förvaltningsberättelse 1987*, s 13.