

JOHAN A LYBECK

Den nya dagslånemarknaden — en kommentar

Englund, Hörngren och Viotti (EHV) har i *Ekonomisk Debatt* nr 1/86 åstadkommit en synnerligen pedagogisk översikt över den svenska penningpolitikens nya utformning (Englund, Hörngren och Viotti [1986]). Speciellt har de riktat uppmärksamheten mot den betydelse som dagslånemarknaden kommit att spela. Genom att styra bankernas upplåningskostnad får riksbanken en snabb spridningseffekt även till de övriga korta räntorna och därmed till valutaflödet, som ju är den storhet som nuförtiden givits dignitet av dominerande mål för riksbankens verksamhet.

Men frågan är ändå vilken praktisk betydelse EHV:s artikel har. Alldeles bortsett från artikelns värde i att visa en intresserad allmänhet och studerande hur riksbanken agerar i en värld utan kreditregleringar, ger artikeln i sig något stöd för att bedöma hur riksbank och banker agerar i verkligheten? Jag tycker inte det och av flera skäl.

EHV ger en rent statisk bild av hur bankernas efterfrågan och riksbankens utbud ger en viss dagslåneränta. Banksystemets efterfrågan består utslutande av deras behov av att täcka in kassakravet på 3 procent. Och eftersom detta räknas på inlåningen för två månader sedan ("lagged reserve accounting") är behovet känt och efterfrågekurvan helt räntekänslig.

Felaktig bild

I denna värld har riksbanken en viss önskad räntenivå, därför att man tror att man behöver en viss differens till Euro-valuta-

Professor JOHAN A LYBECK är bankdirektör vid Sparbankernas Bank

räntorna för att hålla valutaflödet under kontroll. Riksbanken gör därför prognoser över de olika faktorer som påverkar systemets likviditet och motverkar dessa flöden genom att köpa och sälja statspapper till bankerna. Dessa kan antingen göras som engångstransaktioner ("open-market operations" i sedvanlig form) eller som ett köp med överenskommen återförsäljning till bankerna en eller två veckor senare, en s k repa ("repurchase agreement"). Det senare har blivit den vanliga tekniken numera för att förse banksystemet med tillfällig likviditet.

Men denna statiska bild är felaktig. För det första är riksbankens förmåga att hålla systemet på önskat steg i trappan inte perfekt. Riksbanken kan lika lite som marknaden i övrigt perfekt beräkna de olika faktorer som bestämmer banksystemets likviditet och därmed kan bankerna som helhet komma att hamna för högt eller för lågt i trappan.

Med hänsyn till stegens konstruktion kan effekten på räntan bli högst kännbar även av relativt små förändringar i likviditeten. Ett exempel: Torsdagen den 6 mars var dagslånemarknaden oväntat lätt och många banker hade inga andra alternativ än att placera sina pengar i riksbanken till en ränta av 8,5 procent. På fredagen förföll en "repa" om 6 miljarder. Detta relativt lilla belopp räckte, vilket också framgår av *Figur 5* i EHV:s artikel, för att banksystemet skulle vissla förbi första steget i trappan och hamna på en upplåningskostnad på marginalen på 12,5 procent. Rätt tvärs kast från en dag till en annan således! Knappast något som riksbanken önskat!

Systemets likviditet

Ett annat problem är att bankerna själva delvis kan bestämma systemets likviditet. EHV är inne på detta när de skriver att de

antar ett mycket kort tidsperspektiv, delar av en dag, därför att på lite längre sikt måste den övriga penningmarknaden och den internationella penningmarknaden integreras in i bilden. Men detta gäller faktiskt även i det mycket korta perspektivet. Handlarna på den inhemska och den utländska sidan sitter ju i kontakt hela tiden för att kunna utnyttja räntedifferenser på olika marknader.

När det gäller utländsk valuta kommer valutaregleringarna emellan och tvingar företagen att ha en kommersiell transaktion som grund, dvs ett företag med utrikeshandel måste kliva in i bilden. Men det börjar även växa fram en marknad för Euro-kronor. Kortfristiga strömmar till och från denna marknad är inte reglerade.

Olika långa avtal

Ett tredje problem som EHV ignorerar är förekomsten av olika långa avtal. Dagslånemarknaden är inte en enda homogen marknad för utlåning över natten. Även i Sverige förekommer "tom-next"-avtal, dvs utlåning från dag 2 till dag 3 där räntan bestäms dag 1. Utomlands och även på Euro-kron-marknaden finns t ex även "spot-next", som innebär utlåning från dag 3 till dag 4 med räntebestämning idag.¹

Summan av detta resonemang är att vi måste föra in *förväntningar* i EHV:s rent statiska värld. Det är lite paradoxalt att ordet "förväntningar" över huvud inte nämns i artikeln, samtidigt som penningmarknaden lever på förväntningar (och inte minst förändrade förväntningar) och samtidigt som den nationalekonomiska teorin domineras av "rationella-förväntnings-teorier". Som framgår av ovan är förväntningar av fundamental betydelse även för dagslånemarknaden. Den bank som förväntar sig att dagslåneräntorna skall falla till nästa dag kanske placerar "tom-next" på svenska eller utländska kronmarknaden. Den som förväntar sig

att likviditeten i systemet skall stramas åt under resten av veckan sitter inte med armarna i kors som EHV:s artikel implicerar utan söker att till nuvarande räntor skaffa fram likvida medel de kommande dagarna.

Slutsatsen är därför att EHV:s huvudslutsats om riksbankens möjligheter att styra banksystemet till önskad upplåningskostnad bör mildras kraftigt. Det är ju också rätt uppenbart redan av nedtonade påståenden i deras artikel. T ex visar de ju helt korrekt på att utbudskurvan för reserver bl a bestäms av kapitalflöden och därmed av samma faktorer och samma agenter som de som bestämmer efterfrågesidan.

Kassakraven

En sista randanmärkning. EHV skriver i en fotnot om att det faktum att kassakraven inte längre är räntegrundande saknar penningpolitisk betydelse. Detta påstående finner jag häpnadsväckande i sin naivitet. Vad det innebär är att – vid nuvarande ränteläge – en skatt på 0,35 procent läggs på bankernas inlåning. Självfallet kommer detta på sikt att leda till högre inlåningsräntor och/eller högre utlåningsräntor än eljest. En bank, Östgötabanken, höjde t ex sina utlåningsräntor den dag då räntekompensationen slopades och hänvisade till detta faktum som orsak för räntehöjningen.

Även på andra sätt kommer kassakravet in. Det 3-procentiga kassakravet med motsvarande extrakostnad placeras t ex på bankernas emitterade bankcertifikat och deras bankobligationer. Däremot inte på förlagsbevis. Det förefaller att vara en elementär slutsats från ekonomisk teori att antingen kommer räntevillkoren att anpassa sig till den nya skatten på 0,35 procent eller också kommer vi att få se en vridning mot mer förlagslån. Eller båda.

Referens

Englund, P, Horngren, L och Viotti, S, [1986], "Penningpolitiken och den nya dagslånemarknaden". *Ekonomisk Debatt*, Årg 14, nr 1.

¹ Sedan detta skrevs har marknadens tider vidgats och upp till 2 veckor är nu standard.