

**Lars Hörngren:**

## **On Monetary Policy and Interest Rate Determination in an Open Economy**

Förhållandet mellan teori och verklighet har av flera anledningar uppfattats som speciellt komplicerat och problematiskt inom den teoribildning som sysslar med monetära och finansiella frågor. Ett fundamentalt problem är, att pengars "raison d'être" sammanhänger med sådana "friktioner" som är svåra att på ett tillfredsställande sätt inlemma i teoretiska modeller. Ett annat problem är, att finansiella transaktioner och kontrakt har en tidsdimension och därför är förknippade med speciella risker som gör det nödvändigt att fästa uppmärksamheten vid förväntningar och de mekanismer som genererar och förmedlar information. Ett relaterat problem är den viktiga roll som spelas av finansiella institutioner, såsom banker. Slutligen är reglering av finansiella marknader och institutioner allmänt förekommande.

I våra nordiska ekonomier med långtgående finansiella regleringar har kravet på rimlig samstämmighet mellan teoretisk begreppsapparat och verkligheten försatt forskaren i en brydsam situation. I vissa fall har dilemmat utgjort en drivfjäder för den teoretiska forskningen. (Jag tänker då t ex på den finska forskningstradition som ser bankernas kreditransonering som penningpolitikens centrala transmissionsmekanism.) I andra fall har bryderiet tagit sig uttryck i teoretiska alster som i bästa fall varit internationellt "salongsfärdiga" men som saknat ambitionen att vara relevanta för den ekonomi som trots allt borde stå skribenten närmast.

I Lars Hörngrens avhandling – *On Monetary Policy and Interest Rate Determination* (Handelshögskolan, Stockholm, 1986) – är denna konflikt inte akut. Detta beror inte på att skribenten skulle ha utvecklats en ny ansats mer lämpad för våra förhållanden. Avhandlingen utgör tvärtom i allt väsentligt en tillämpning av konventionell teori för portföljval. I stället har verkligheten under de senaste åren

mycket snabbt förändrats. Den spontana marknadsutvecklingen och Riksbankens avreglering har gjort Hörngren och andra den tjänsten, att "received doctrine" i form av portföljteori och modeller med prisjämvikt (räntemekanismen) nu känns relevanta på ett helt annat sätt än tidigare. I sista hand är det fråga om att de tekniska förändringarna (datoriseringen) har minskat transaktions- och informationskostnader och möjliggjort en effektiviserad finansförvaltning och en integrering av marknader (såväl inom som över nationsgränserna) med viktiga följder för penningpolitiken.

Lars Hörngrens (LH) studie består av åtta kapitel, av vilka några är baserade på uppsatser som LH skrivit tillsammans med andra medlemmar i penningpolitiska forskningsgruppen vid Stockholms Handelshögskola. Allmänt kan sägas att studien belyser en fråga som i allra högsta grad intresserar varje ekonom som sysslar med centralbankspolitik: Vilket är det bidrag som teoretisk analys kan ge till förståelsen av penningpolitiska problem? Det första kapitlet är dels en sammanfattning av avhandlingen och dels en översikt av de senaste årens förändringar på den svenska penningmarknaden. Kapitel 2 analyserar likviditetskvoter eller placeringsplikt med beaktande av förekomsten av finansbolag och bankcertifikat. Kapitel 3 och 4 behandlar penningmarknadsjämvikt och egenskaperna hos alternativa penningpolitiska styrsystem. Kapitel 5-7 riktar uppmärksamheten på det internationella ränteberoendet, och kapitel 8 analyserar teoretiskt och empiriskt den sk avkastningskurvan i Sverige

### *Analys av penningmarknaden*

Ett av bokens intressantaste avsnitt är analysen av penningmarknaden och den penningpolitiska styrningen. Den portföljmodell som tillämpas är i sin enklaste version redan bekant för *Ekonomisk Debatts* läsare.<sup>1</sup> Modellen innehåller fyra

<sup>1</sup> Se Englund, P, Hörngren, L & Viotti, S [1986].

sektorer – centralbank, banker, allmänhet och utlandet – och det centrala portföljvalet gäller allmänhetens placeringar i bankdepositioner, utländska fordringar och statsskuldsväxlar och/eller bankcertifikat. Till skillnad från tidigare versioner av modellen antas nu, att bankernas nettoplaceringar i statsskuldsväxlar (och/eller bankcertifikat) är ofullständiga substitut till riksbanksupplåningen. Modellen bestämmer två räntor ("straffräntan" för riksbanksupplåning och räntan på statsskuldsväxlar/bankcertifikat) och sektorernas portföljsammansättning. Av särskilt intresse är analysen av effekten av olika störningar och ingrepp på Riksbankens balans (bankernas upplåning och valutareserven).

LH visar bl a att Riksbankens marknadsoperationer normalt påverkar såväl räntan som bankernas upplåning och valutareserven. Om Riksbanken håller straffräntan oförändrad blir effekten på den korta inhemska räntan emellertid liten. Detta gäller särskilt om finansiering med bankcertifikat och riksbanksupplåning är närliggande substitut för bankerna. Marknadsoperationer förändrar m a o den korta räntenivån bara om straffräntan tillåts variera (räntetrappan) och/eller om nämnda substituerbarhet är begränsad. Förändringar i den utländska räntenivån påverkar normalt såväl inhemska ränta som valutareserven, men i fallet med konstant straffränta finns en påtaglig tendens till "automatisk sterilisering" av valutarörelsernas penningmarknadseffekter. En brant räntetrappa är i stället ägnad att stabilisera valutareserven (genom att tillåta större ränteförändringar). I kapitel 4 ställs frågan: Hur bör Riksbanken "optimalt" variera utbudet av upplånade och oupplånade reserver (riksbanksupplåning och marknadsoperationer)? Optimalitetskriteriet är minimering av variansen i penningutbudet.

### *Pedagogisk modell*

De slutsatser som LH presenterar är i de flesta fall inte nya eller överraskande. Det är inte desto mindre värdefullt – för såväl undervisning som debatt – att de analyseras inom ramen för en explicit och samti-

digt mycket pedagogisk modell. En fördel är också att modellen genom sin utformning i termer av reservutbud och -efterfrågan är relativt jämförbar med enkla penningmarknadsmodeller för många andra länder.

Graden av substituerbarhet mellan riksbanksupplåning och bankcertifikat/statsskuldsväxlar är central för analysens slutsatser. LH presenterar emellertid ingen analys av determinanterna av denna substituerbarhet. I detta avseende kunde studien med fördel ha fördjupats genom den typ av mikroanalys av portföljval vid risk som behandlas i kapitel 5-8. Genom en härledning av beteendefunktioner för banker och allmänhet från optimerande beteende kunde LH t ex ha visat, att portföljbeteendet beror på den penningpolitik som bedrivs: Om penningpolitiken är akkommoderande och stabiliserar räntan, blir ränteriskerna små och olika tillgångar är därför närliggande substitut. Om penningpolitiken däremot tillåter stora räntefluktuationer och -risker, är ränteelasticiteten i portföljvalet i stället mindre. LHs jämförelse av olika "policyregimer" beaktar inte detta beroende mellan bankernas beteendeparametrar och penningpolitikens uppläggning. (Det bör påpekas att LH är medveten om denna begränsning i analysen och ställvis kommenterar hur de olika kurvornas lutning kan tänkas bero på Riksbankens agerande.)

I analysen av optimal politik (kapitel 4) antas ekonomin för enkelhetens skull vara sluten, och myndigheterna antas sträva att minimera penningmängdens fluktuationer kring något målvärde. Valutarörelserna är emellertid centrala såväl för Riksbanken som studien i övrigt, och det är därför en beklaglig begränsning, att de utesluts vid diskussionen av optimal politik. Målet att stabilisera penningmängdens utveckling torde aldrig ha intresserat Riksbanken (och är numera de facto av ringa betydelse i så gott som alla länder även om målvärden för penningmängden fortfarande publiceras). Valutareserven vore en intressantare målvariabel, men en minimering av variansen är härvid inget självklart kriterium eftersom valutareservens roll trots allt är att vara buffert vid störningar.

*Skydd mot "korsrisker"*

Den senare delen av boken är mer mikro-än makrobetonad. I kapitel 5-7 tillämpas "finance theory" på portföljval i en öppen ekonomi. Kapitel 5 är en preliminär diskussion av det internationella ränteberoendet, medan kapitel 6 innehåller en översikt av den teoretiska och empiriska litteraturen om prissättningen av internationella fordringar. Kapitlet är välskrivet, men inte alldeles lättläst. Min personliga uppfattning är, att LHs analys i kapitel 6 kännetecknas av avtagande avkastning. Man kan relativt lätt visa att kapitalrörelsernas räntekänslighet framför allt beror på osäkerheten om växelkursen och graden av riskaversion samt storleken på den förmögenhet som kan placeras i fordringar i olika valutor (bestämd bl a av valuta-regleringen). De mer komplicerade modeller som LH refererar tjänar snarast syftet att påminna oss om de begränsningar som enklare modeller är förknippade med.

I kapitel 7 analyserar LH bestämningen av riskpremium inom ramen för en enkel mean-variance modell och med hänsyn till valutakorgens roll i riksbankspolitiken. LH visar att korgkonstruktionen innebär, att man kan skydda sig mot "korsrisker" på valutamarknaden genom att välja samma portföljsammansättning för utländska tillgångar som Riksbankens valutakorg. Det är endast risken för ändringar i valutakursindex som är relevant för ränteberoendet och penningpolitikens effekter på kapitalrörelserna. Detta är slutsatser som beslutsfattare och portföljförvaltare dragit redan länge, men mig veterligen har någon rigorös analys av problemet tidigare inte presenterats. Från policy-synpunkt kan man beklaga att LH inte behandlar frågan om hur Riksbanken bör utnyttja sin (begränsade) frihet till variationer av växelkursindex. Den empiriska analysen stöder antagandet att räntor och växelkurs speglar förekomsten av riskpremium.

*Insiktsfull och balanserad*

Det avslutande kapitlet är en empirisk studie av den svenska avkastningskurvan

för korta fordringar (bankcertifikat) på 1980-talet. En utgångspunkt är förväntningshypotesen som emellertid endast kan testas i kombination med ett antagande om rationella förväntningar. Det visar sig att ex post premia ofta har varit negativa, dvs korta fordringar har gett en högre relativ avkastning än vad förväntningsteorin skulle förutsatt.

LH förmår inte kullkasta talesättet att "central banking is an art, not a science", men hans avhandling är ett mycket värdefullt bidrag till analysen av penningpolitiken. Boken innehåller en enkel och samtidigt relevant modell för penningmarknadsjämvikten. Författaren behandlar penningpolitiskt väsentliga frågeställningar och diskussionen av problemen är alltigenom insiktsfull och balanserad. Lusläsning av denna avhandling är självfallet ett måste för riksbanksekonomerna.

Fil dr *SIXTEN KORKMAN*  
Finlands Bank  
Helsingfors

## Referenser

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