

PETER ENGLUND
LARS HÖRNGREN
STAFFAN VIOTTI

Den nya dagslånemarknaden – svar till Johan A Lybeck

Johan A Lybeck [1986] är kritisk på flera punkter mot vår artikel om effekterna av de ändrade reglerna för bankernas upplåning i riksbanken (Englund, Hörngren och Viotti [1986]). Vi har dock svårt att riktigt förstå vad det är han polemiserar mot. Lybeck tycks själv stöta på liknande problem: "Slutsatsen är därför att EHV:s huvudsats 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." (Sid 320).

Lybeck preciserar inte vilken "huvudsats" han anser att vi dragit och för den som har läst vår artikel torde det stå klart att de konkreta punkter som Lybeck tar upp faktiskt diskuteras i artikeln och att hans kommentar därför tillför föga nytt i sak.

Kontrollen över trappsteget

Hans första invändning är att riksbanken inte har perfekt kontroll över vilket trappsteg systemet ligger på. Just detta är emellertid en av huvudpunkterna i vår diskussion (sid 13–15). Vidare tycker Lybeck att det är märkligt att ordet "förväntningar" inte används i vår artikel. Vi delar helt uppfattningen att detta är ett centralt begrepp i sammanhanget, men inte så oundgängligt att uttryck som "prognos på räntenivån under den närmaste tiden" (sid 14) inte utgör en fullgod synonym.

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

I själva verket bygger hela vår diskussion om den nära relationen mellan straffräntan och de något längre penningmarknadsräntorna på att det i det gamla systemet var relativt lätt att förutse vilken dagslåneränta som skulle komma att gälla framöver. Vi poängterar att med en mer fluktuerande dagslåneränta blir osäkerheten betydligt större och att en viktig effekt av den nya trappan därför skulle kunna bli att förändringar på dagslånemarknaden inte kommer att slå igenom på de längre löptiderna på samma sätt som tidigare, dvs inte förskjuta avkastningskurvan.

Lybeck nämner ett fall då dagslåneräntan steg fyra procentenheter från den ena dagen till nästa, men noteras bör att 30-dagarsräntan vid samma tillfälle föll med 0,05 procentenheter och 90-dagarsräntan föll med 0,06 procentenheter. Detta är ett tydligt exempel på att kopplingen mellan endagsräntan och resten av avkastningskurvan försvagats i det nya systemet på det sätt vi förutsade.

Exemplet indikerar dels att marknaden inte förväntade sig att den högre räntenivån skulle bli bestående, dels att kortsiktiga fluktuationer i dagslåneräntan inte behöver vara så allvarliga från riksbankens synpunkt då valutaflödena knappast hinner påverkas. Även om Lybeck kan ha rätt i att riksbanken inte avsett att detta skulle hända, tyder mycket på att kortsiktig stabilisering av dagslåneräntan inte är något som riksbanken prioriterar och kanske inte heller behöver prioritera.

Utlandsräntornas betydelse

Lybeck menar också att vi underskattar utlandsräntornas betydelse på dagslånemarknaden och att integrationen i själva verket är hög. Man måste då fråga sig varför t ex Sparbankernas Bank i så fall inte utnyttjar dessa möjligheter för att för-

hindra att dagslåneräntan svänger så kraftigt som i det fall Lybeck nämner. Hans påstående att "många banker hade inga andra alternativ än att placera sina pengar i riksbanken" (sid 319) tycks direkt motsäga att dagslånemarknaden är väl integrerad med den internationella penningmarknaden. Vi är övertygade om att utvecklingen går i riktning mot större integration, men Lybecks eget exempel visar att det alltså finns ett kortsiktigt räntoberoende på dagslånemarknaden precis som vår diskussion förutsätter.

Slutligen anser Lybeck att vårt påstående att avskaffandet av räntebetalning på kassakravsmedel saknar penningpolitisk betydelse är "hjälpnadsväckande i sin naivitet" (sid 320). Vår "naivitet" verkar åtminstone delvis bestå i att vi inte preciserade att vi (som brukligt) med "penningpolitisk" avser "stabiliseringspolitisk". De effekter som Lybeck nämner är av vad vi skulle beskriva som strukturmässig karaktär. I och för sig kan det naturligtvis inte uteslutas att detta har *någon* effekt även från penningpolitisk syn-

punkt, men det är svårt att säga vilken och därmed rimligen osannolikt att den bör tillmätas någon större vikt.

Lybeck har förstås rätt i att vår modell inte ger en heltäckande bild av det dynamiska samspelet mellan räntetrappan, utlandsmarknaden, förväntningar, penningmarknadsräntor m m. Vad han efterlyser är uppenbarligen en total finansiell modell för Sverige där även räntornas löptidsstruktur ("term structure of interest rates") bestäms inom modellen. Lybeck är dock inte särskilt precis då det gäller *hur* de aspekter han nämner i sin kommentar ska tas in i analysen och vilken praktisk betydelse de har, varför även han förefaller stå en bit ifrån målet att ha en modell av detta slag.

Referenser

- Englund, P, Horngren, L och Viotti, S, [1986], "Penningpolitiken och den nya dagslånemarknaden". *Ekonomisk Debatt*, Årg 14, nr 1,
 Lybeck, J A, [1986], "Den nya dagslånemarknaden - en kommentar". *Ekonomisk Debatt*, detta nummer.