

Repliker och kommentarer*

THOMAS FRANZÉN

Sveriges ränteberoende

I en artikel i Ekonomisk Debatt nr 4 visar Englund, McPhee och Viotti (EMV) att räntan i Sverige (r_s) är lika med räntan i utlandet (r_u) plus terminssatsen (t), där terminssatsen anger hur mycket extra i procent man får betala för utländsk valuta när man avtalar om ett pris i framtiden.

$$(1) r_s = r_u + t$$

Sambandet som kallas kurssäkrad ränteparitet innebär att marknaden fungerar som en perfekt marknad med undantag för vissa perioder med valutaoro. Detta var som de själva påpekar huvudsyftet med deras artikel. De resonerar emellertid vidare om ett betydligt svårare problem, nämligen Sveriges ränteberoende av utlandet. De diskuterar med andra ord sambandet mellan den svenska räntenivån och den osäkrade utlandsräntan, dvs frågan om räntan i Sverige kan röra sig i förhållande till utlandsräntan. EMV konstaterar ju att kurssäkrad ränteparitet

gäller. Om det dessutom gäller att terminssatsen inte kan påverkas av ränteförändringar blir följden att den svenska räntan blir helt utlandsbestämd.

I en diskussion med Lybeck i Ekonomisk Debatt nr 6 gör de en reträtt från påståendet "att de korta svenska räntorna är i stort sett utlandsbestämda. . .", men upprepar ändå i sak sitt påstående genom att säga att det är "svårt" att föreställa sig att den svenska räntepolitiken kan påverka terminssatsen. Deras argument är också en upprepning av de resonemang som delar av EMV fört i den Kreditpolitiska utredningen vilken baseras på att räntan i mycket hög grad är utlandsbestämd. Deras analys är dock bristfällig och det vore i själva verket förvånande om inte den svenska räntepolitiken skulle kunna påverka terminssatsen. Låt oss först se lite närmare på EMV:s argument.

EMV lurad av sin egen terminologi

EMV presenterar uttrycket för ränteparitet genom att dela upp terminssatsen i en del som består av förväntad kursutveckling för priset på utländsk valuta (f) och i en som består av riskpremien (p). Följ-

**Fil. dr. THOMAS FRANZÉN är verksam vid Riksbankens utrikesavdelning.*

* I denna avdelning välkomnas kommentarer till tidigare bidrag samt korta inlägg med ekonomisk-politisk anknytning.

aktligen kan kurssäkrade räntepariteten då skrivas.

$$(2) r_s = r_u + f + p$$

EMV menar att det är "svårt" att a priori identifiera faktorer som gör att den svenska räntepolitiken systematiskt skulle påverka riskpremien eller förväntningarna. Deras argument är kanske lätt att förstå om vi tänker oss att Sverige höjer räntnivån. För att räntepariteten fortfarande skall råda måste nämligen *antingen* f stiga vilket innebär att man tror att priset på utländsk valuta skall stiga i framtiden *eller* riskpremien stiga. Detta kan synas paradoxalt eftersom en räntehöjning (allt annat lika) snarare borde stärka förtroendet för kronan och därmed minska förväntningar om att priset på utländsk valuta skall stiga.

EMV har dock lurats av sin egen terminologi och därför inte tänkt igenom hur företagen anpassar sig till ränteförändringar.

Terminssatsen påverkas!

Om räntan stiger i Sverige så leder detta till att det lönar sig för företagen att ändra sina portföljer så att utlandsandelen minskar för tillgångarna och ökar för skulderna. Den relativa avkastningen på svenska tillgångar ökar nämligen och den relativa kostnaden för utlandsskulder sjunker. Detta resulterar i ett inflöde av valutor.

För att EMV:s tanke om oförändrad terminssats skall gälla samtidigt med kurssäkrad ränteparitet fordras att räntehöjningen leder till en sådan enorm likviditetstillströmning att den svenska räntan pressas nedåt så att den ursprungliga räntnivån återställs — tvingas fram.

Företagen betar sig knappast på detta sätt. En rimlig anpassning är att man inte lägger alla ägg i en korg utan endast gör en begränsad ändring i sina portföljer. Detta beror på att de inte är riskneutrala. För att öka sin utlandsskuldssättning krävs successivt högre inhemska räntor, vilket reflekteras i stigande terminssats. Denna slutsats följer av vanlig portföljteori och det är överraskande att EMV har så svårt att förstå detta. I praktiken innebär detta

att företagen bevakar sina finansavdelningar så att de inte går "alltför" långt i utlandsskuldssättning för att dra nytta av räntedifferensen i förhållande till utlandet. En intressant intervjustudie av företagens sätt att hantera detta och sätta gränser för positioner i utländsk valuta genomförs för närvarande av en doktorand på Handelshögskolan. Preliminära resultat från denna studie bekräftar uppfattningen att företagen på olika sätt begränsar positionsförändringen vid ränteförändringar.

En annan sak är att det i empiriskt ekonomiska studier är svårt att verifiera eller förkasta förekomsten av en variabel riskpremie. Det vi vet är att terminssatsen svarar mot räntedifferensen till utlandet. Att dela upp detta på växelkursförväntningar och riskpremie innebär oöverstigliga problem vid empiriska studier. Sådana problem är inte ovanliga inom nationalekonomin.

Till sist handlar då ränteberoendet om omfattningen på de valutaströmmar som uppkommer vid ränteförändringar. Ju större valutaströmmarna är desto mindre blir ränteberoendet. Såväl teoretisk analys som empiriska studier pekar på ett visst oberoende för en svensk räntepolitik. Som visas av Franzén & Markowski [1985] talar mycket för att valutaregleringen ökar detta ränteberoende. Ändringar i valutaregleringen tycks ge effekter på valutaströmmarnas känslighet. Likaså leder likviditetstillskott inom landet till begränsat läckage till utlandet via valutaflöden.

Att ränteberoendet inte kan användas för en lägre räntnivå än omvärlden beror bl a på en mindre lyckad utformning av budgetpolitiken och tidigare devalveringar vilket gör att variationerna i räntnivån sker på nivåer som ligger över omvärldens. Det kreditpolitiska oberoendet kan med andra ord användas på olika sätt och utgör ingen garanti för en alltigenom lyckad ekonomisk politik. Att balansbrister dessutom medfört att externa hansyn fått ökad betydelse för utformningen av den ekonomiska politiken, innebär inte ett ränteberoende i mekanisk mening. Räntehöjningar i Sverige leder inte till obegränsade valutaflöden.

Referenser

- Englund P & Wallander J [1983]. "Svar till Lars Wohlin", *Ekonomisk Debatt* årg 11 nr 2.
- Franzén & Markowski A [1985]. "Valutafloden och kreditpolitik – en ekonometrisk studie." Bilaga 2 i SOU 1985:52.
- SOU 1982:52 *En effektivare kreditpolitik*. Betänkande av kreditpolitiska utredningen.
- SOU 1985:52 *Oversyn av valutaregleringen* kap 17 "Terminsmarknaden"
- Wohlin L [1983], "Kreditpolitik i omvandling," *Ekonomisk Debatt* årg 11, nr 1.