

PETER ENGLUND
SARAH McPHEE
STAFFAN VIOTTI

Sveriges ränteberoende igen – svar till Franzén

I vår tidigare artikel – Englund, McPhee, Viotti [1985a] – visade vi att villkoret för kurssäkrad ränteparitet (svensk ränta = utländsk ränta + terminspremie) varit uppfyllt under hela tiden fr o m 1982 på placeringar med upp till sex månaders löptid. Däremot gäller inte paritet på tolv månaders placeringar där speciella valutareglingsbestämmelser tillämpas. Eftersom avvikelserna från kurssäkrad ränteparitet tidigare periodvis var mycket stora även på korta placeringar tolkade vi detta som ett tecken på att valutaregleringen numera är mindre verkningsfull.

Avslutningsvis förde vi ett kort resonemang om den svenska räntenivån kan uppfattas som *bestämd* från utlandet och kom fram till "bedömning(en) ... att de korta räntorna i stort sett är utlandsbestämda...". Thomas Franzén [1985] är inte ense om denna bedömning. I vårt svar till Johan Lybeck [1985] – Englund, McPhee, Viotti [1985b] – har vi hållit med om att vi kunde ha uttryckt oss försiktigare, eftersom det hela ytterst är en empirisk fråga och tillgängliga empiriska studier ger liten vägledning. Franzéns invändningar är emellertid huvudsakligen av teoretisk natur: "...det vore i själva verket förvånande om inte den svenska räntepolitiken skulle kunna påverka terminssatsen... Denna slutsats följer av vanlig portföljteori och det är överraskande att EMV har så svårt att förstå detta."

Docenterna PETER ENGLUND och STAFFAN VIOTTI är verksamma på Institutet för Internationell Ekonomi respektive Handelshögskolan. Civilekonom SARAH McPHEE arbetar på centrala utlandsavdelningen på Svenska Handelsbanken.

Vi ska därför försöka att utveckla det principiella resonemanget något.

Riskpremiens bestämning

Låt oss ta vår utgångspunkt i följande definitionsmissiga uppdelning

terminspremie = förväntad avistakursändring + riskpremie.

Frågan gäller om den svenska räntepolitiken kan påverka någon av storheterna i högerledet av detta uttryck. Franzéns resonemang går i korthet som följer. Ta exemplet att riksbanken höjer den svenska räntan. Detta leder till att företagen om-disponerar sina portföljer så att utlandsandelen minskar för tillgångarna och ökar för skulderna. Detta leder till ett inflöde av valuta, vilket verkar dämpande på den svenska räntan. Denna process skulle kunna gå så långt att den svenska räntan återgick till utgångsläget. Det gör den emellertid inte eftersom den ökade utlandsupplåningen tenderar att göra företagens portfölj mer odiversifierad och därmed mer riskfylld än tidigare. Därför kommer en ny jämvikt att etableras vid en högre svensk ränta vars nivå påverkats av den svenska penningpolitiken.

Det finns ingen som helst principiell motsättning mellan oss och Franzén om denna analys, och vi håller verkligen med om att det hade varit överraskande om vi haft svårt att förstå den.

För säkerhets skull citerar vi oss själva: "...det kommer därför att göras spekulativa placeringar i svenska kronor... Härigenom kan den genomsnittlige placerarens portfölj komma att uppfattas som mer riskfylld och det kan därför tänkas att marknaden kommer att kräva en större riskpremie" (Englund m fl [1985a] sid 286). Det finns emellertid skäl att dis-

kutera hur stort detta ränteoberoende i praktiken kan vara.

Vi väljer att dela upp den diskussionen i två delar: i) Hur stort är det lättroliga kapitalet? ii) Hur riskabel är en stor utlandsposition?

Den svenska valutaregleringen begränsar det lättroliga kapitalet främst genom att förhindra utlåningar att placera i svenska värdepapper. Det finns emellertid inget som hindrar svenska företag att låna utomlands för att göra en finansiell placering i Sverige. I själva verket strävar ju riksbanken just efter att uppnå detta.

Frågan är då om de svenska företagen och de valutautlåningar som kan agera (t ex genom att förskjuta handelskrediter) sammantagna förfogar över tillräckligt stora resurser. Om dessa är tillräckligt stora i förhållande till omfånget av den svenska penningmarknaden, som vore fallet utan valutareglering, skulle riskpremien inte påverkas nämnvärt av de portföljanpassningar det skulle bli fråga om.

Vi håller med om att Malin Hedmans intervjuundersökning är intressant i detta sammanhang; vi har ju tillsammans med Franzén tagit initiativet till den. Den visar att många företagsledningarna lägger gränser för utlandspositionerna. Den mycket kortsiktiga rörligheten synes därför vara begränsad.

Riktigt vilka slutsatser som ska dras av detta är emellertid inte så lätt att säga, eftersom sådana tumregler alltid kan ändras om finansavdelningarna kan argumentera för sin sak. Det är mycket svårt att intervjuvägen komma åt hur flexibla reglerna är.

Svåranalyserad mellanform

Vi kommer så till frågan om hur riskabel en position i utländsk valuta är. Detta beror på den växelkurspolitik som förs. Vid trovärdigt fullkomligt fasta växelkurser finns det uppenbarligen ingen risk förknippad med en stor ogärderad position i utländsk valuta, och allt tal om riskpremie är irrelevant. Det svenska systemet är en intressant och svåranalyserad mellanform mellan fast och rörlig växelkurs.

För det första bör man, som vi konsta-

terade i vårt svar till Lybeck, titta på korgvägda utlandsräntor. Gentemot en enskild valuta finns det ju alltid en kursrisk betingad av att de stora internationella valutorna flyter mot varandra.

För det andra är det så att vid ett studium av korta placeringar — t ex på 30 dagar där tilltron till att bandet ska ligga fast kan antas vara nära hundra procentig — bandets bredd är så stor att det omräknat till årsräntor motsvarar en mycket stor växelkursosäkerhet.¹

För det tredje är, mot bakgrund av de senaste årens upprepade devalveringar, tilltron till möjligheterna och förmågan att på längre sikt föra en fast växelkurspolitik svag hos många aktörer på marknaden.

Vi har med detta resonemang velat visa att riskpremiens storlek inte enbart, och kanske inte ens i första hand, hänger samman med riksbankens styrning av den svenska räntan och därmed följande portföljdispositioner. Minst lika viktig är växelkurspolitiken, både som officiellt deklarerad norm och som dagligt agerande på valutamarknaden, vilket påverkar företagets förväntningar om framtida växelkursutveckling.

Låt oss med exempel visa att det finns ett betydande utrymme för att växelkurspolitiken ska påverka det relativa ränteläget.

Antag att kronkursen låg på den övre gränsen för bandet och att riksbanken försvarade denna. Det förefaller då mindre sannolikt att man någon längre tid skulle kunna hålla en högre trettidagarsränta än i (den korgvägda) omvärlden.

Antag å andra sidan att man som idag ligger nära den undre gränsen för bandet, dvs har ett betydande devalveringsutrymme. Det är då inte så konstigt att man kan hålla uppe räntorna i förhållande till omvärlden, om ett större antal aktörer anser det sannolikt att riksbanken låter

¹ Detta kan illustreras med ett enkelt räkneexempel. Valutaindex ligger idag på 130,5. Antag att det under den närmaste månaden skulle forvantas återgå till sitt riktvarde 132, vilket det hade fram till i oktober, dvs en devalvering på ca 1,1 %. Detta motsvarar en skillnad i 30-dagarsräntor omräknad till årsränta på ca 14 %.

index glida uppåt i bandet och därmed åstadkommer en depreciering av valutan.

Eller antag, för att ta ett exempel baserat på händelserna under våren 1985, att korgindex tillåts röra sig utanför det band som flertalet aktörer på marknaden tidigare trodde existerade. Rimligen ökar detta osäkerheten om den kortsiktiga växelkurspolitiken och därmed riskpremiens storlek.²

Det är svårt att generellt uttala sig om de i förhållande till omvärlden höga svenska räntorna närmast hänger samman med att valutaregleringen begränsar kretsen av aktörer som vill och kan ta ogarderade valutapositioner, eller om förklaringen ligger i den svenska växelkurspolitiken.

Vi är därför tillbaka vid att det till syvende og sist är en empirisk fråga. Franzén är skeptisk mot de studier som utifrån ränte- och växelkursdata direkt söker förklara riskpremien. I stället förefaller han att tro mer på skattningar av kapitalrörelsekvationer. Vi kan bara konstatera att den förra typen av studier är den som har dominerat inom den internationella akademiska litteraturen på senare år. Inte minst hänger detta samman med att räntor i allmänhet kan mätas ganska exakt, medan kapitalrörelsedata är notoriskt opålitliga. Detta illustreras bl a av restposten i betalningsbalansen.

Hänvisningen till Franzén och Markowski [1985] är helt malplacerad, eftersom denna studie är baserad på data fram till 1981. För hela denna period vet vi ju att det förekom stora periodvisa avvikelser från kurssäkrad ränteparitet, och att vi därför självklart hade ett räntepolitiskt oberoende. Grunden för vår diskussion om att ränteberoendet numera skulle kunna vara starkt begränsat var just att sådana avvikelser inte har förekommit på senare år. Detta hänger också delvis samman med att valutaregleringens verkningssgrad har minskat.

² Denna typ av resonemang för att förklara utvecklingen under våren 1985 förs av Horngren och Viotti [1985]. Se vidare Riksbankens eget pressmeddelande i samband med offentliggörandet av bandgränserna (Kredit- och Valutaöversikt 1985:3)

Avslutande kommentarer

Vi har i denna kommentar försökt att göra en åtskillnad mellan en räntepolitisk och en växelkurspolitisk förklaring till terminspremiens storlek. Vi hoppas att detta har haft ett pedagogiskt värde, men är naturligtvis medvetna om att uppdelningen är artificiell; räntor och växelkurser bestäms simultant i samspel med monetär expansion och real utveckling i olika länder. En djupare teoretisk förståelse för dessa samband kan man troligen inte få med mindre än att man specificerar en internationell monetär allmän jämviktsmodell. De ansatser i denna riktning som finns – Lucas [1982], Svensson [1985], Olofsson [1985] – förklarar terminspremien, inom ramen för modeller med helt rörliga växelkurser, som en funktion av varians och covarians mellan inhemsk och utländsk expansion av produktion och monetära aggregat. Dessa modeller är ännu på en alltför hög abstraktionsnivå för att vara av större praktisk nytta. Men vi tror att de kan ge värdefulla insikter i framtiden.

Referenser

- Englund, P., McPhee S. och Viotti S. [1985a], "Ränteparitet och ränteberoende", *Ekonomisk Debatt*, Årg 13 nr 4
- [1985b], "Svar till Johan Lybeck", *Ekonomisk Debatt*, Årg 13 nr 6
- Franzén, T., [1985], "Sveriges ränteberoende", *Ekonomisk Debatt*, Årg 13 nr 8.
- och A. Markowski [1985], "Valutaflöden och kreditpolitik – en ekonometrisk studie", bilaga 2 till SOU 1985:52 *Oversyn av valutaregleringen*.
- Horngren, L. och S. Viotti [1985], "Valutarörelser och penningpolitik – en analys av valutaflödet under våren 1985", *SE-bankens kvartalsskrift* nr 2
- Lucas, R.E. [1982], "Interest Rates and Currency Prices in a Two-Country World", *Journal of Monetary Economics*, Vol 10, nr 3
- Lybeck, J.A. [1985], "Ränteparitet och ränteberoende – en kommentar", *Ekonomisk Debatt*, Årg 13, nr 6
- Olofsson, T. [1985], "On some Parity Conditions in International Economics: a General Equilibrium Cash-in-Advance Approach", stencil, National-ekonomiska institutionen, Uppsala universitet
- Svensson, L.E.O. [1985], "Currency Prices, Terms of Trade, and Interest Rates: A general Equilibrium Asset-Pricing Cash-In-Advance Approach", *Journal of International Economics*, Vol 18, nr 1