

**Lars Oxelheim:**

## **Finansiell integration – en studie av svenska marknaders internationella beroende**

Små ekonomier blir allt mer beroende av omvärlden – detta tycks vara ett allmänt accepterat faktum. Det råder emellertid brist på kunskap om hur stort detta beroende är, hur det förändras över tiden och hur internationell ekonomisk integration påverkar beslutssituationen för myndigheter, företag och hushåll. Informationsbehovet skapar givetvis en marknad för litteratur på detta område. Ett bidrag till denna litteratur har lämnats av Lars Oxelheim med boken *Finansiell integration – en studie av svenska marknaders internationella beroende* (IUI och Almqvist & Wiksell, 1988). Syftet med boken är att mäta graden av internationell integration av den svenska finansmarknaden och att uppskatta utrymmet för en självständig räntepolitik.

Ungefär hälften av bokens närmare 400 sidor (kapitel 2–4) ägnas åt en genomgång av teoretiska och praktiska problem när det gäller att mäta graden av finansiell integration. Kapitel 2 innehåller en schematisk diskussion om definitions- och mätproblem, samt en översikt av teoretisk litteratur inom området. I detta kapitel presenterar Oxelheim också den regressionsmodell som ligger till grund för hans huvudresultat. Kapitel 3 innehåller en genomgång och kritisk diskussion av tidigare studier av internationella ränterelationer. I kapitel 4 ges dels en kortfattad beskrivning av några huvuddrag i det svenska finansiella systemet, dels en redovisning av resultat från en intervjuundersökning av 19 företag som genomfördes hösten 1983 och våren 1984. Företagen har svarat på frågor om valutaregleringens betydelse, effektiviteten på finansmarknaderna etc. Oxelheim använder intervjuresultaten för att motivera och tolka sin regressionsmodell.

Fluktuationerna i svenska och utländska räntor beskrivs sedan i statistiska termer. I kapiteln 5 och 6 presenteras

översiktligt utvecklingen av svenska nominal- och realräntor, de senare mätta på basis av realiserad inflation, samt av svenska räntor i förhållande till några utländska räntor. Denna presentation kompletteras i kapitel 7 med diverse korrelationsanalyser av samma data.

Kapitel 8 kan sägas vara bokens huvudkapitel. Här redovisar Oxelheim inledningsvis en del resultat från egna tidigare studier och övergår därefter till att motivera den regressionsmodell som utgör grunden för flertalet av hans slutsatser. I modellen beskrivs gapet mellan en viss svensk nominalränta och en jämförbar utländsk ränta som en funktion av ett antal variabler som antas mäta valutakursförväntan, riskpremier och transaktionskostnader. Syftet är att eliminera dessa faktorer inverkan på räntedifferensen. Oxelheim menar alltså att nominella ränteskillnader inte behöver vara tecken på bristande integration; marknadsaktörernas förväntningar om växelkurser och (rimliga) krav på kompensation för valuta- och konkursrisk samt för transaktionskostnader kan ge upphov till nominella ränteskillnader även mellan fullständigt integrerade och perfekt fungerande marknader. Det som återstår sedan dessa faktorer rensats bort, dvs konstanten i regressionskvationen, tolkar Oxelheim som ett mått på graden av finansiell integration – om den skattade konstanten inte är signifikant skild från noll råder "perfekt integration". Regressionsanalysen genomförs på ett antal olika räntegap: mellan diskontot i Sverige och USA, diskontot i Sverige och ett genomsnittligt "världsdiskonto", mellan svenska och amerikanska industriobligationer etc. I kapitel 9 ger Oxelheim en sammanfattning av sin studie och drar slutsatserna att den finansiella integrationen ökat och att utrymmet för en oberoende svensk penningpolitik är litet.

Oxelheim skall ha ett erkännande för sin ambition att reda ut den begreppsmässiga förvirringen kring olika mått på "finansiell integration". Vi delar hans uppfattning att riskpremier av olika slag inte utgör tecken på imperfekt integration och det vore intressant om man via direkta mått på växelkursförväntningar och risk-

premier kunde urskilja de delar av ränteskillnaderna som verkligen beror på bristande kapitalrörlighet. Likaså är det vetligt att inte begränsa analysen till en enskild ränteserie. Graden av integration kan exempelvis vara olika för tillgångar med skilda löptider. Mot bakgrund av svårigheterna att mäta förväntningar är det också rimligt att försöka knyta samman tidsseriestudier med "mjukdata" från intervjuundersökningar. Även om Oxelheims enkät bara omfattar nitton företag och gjordes för över fem år sedan, har den säkert fyllt ett syfte genom att generera hypoteser och ge uppslag till intressanta frågor för fördjupad forskning. Att enbart två av företagen ansåg att kronan borde knytas till EMS är onekligen intressant.

Om vi är positivt inställda till flera av bokens ambitioner så är vi desto mer kritiska till hur studien har genomförts. Boken ger ett allmänt intryck av bristande redigering. Den brister även i aktualitet genom att data för perioden efter 1984 saknas. Tillsammans med det faktum att utvecklingen på de finansiella marknaderna gått tämligen snabbt sedan 1984 innebär detta att Oxelheims bok i många avseenden ger en missvisande beskrivning av det finansiella systemet. Våra viktigaste kritiska synpunkter gäller dock hans analys och vilka slutsatser den kan anses ge underlag för. Vi kommer här att begränsa oss till dessa frågor.

### *Begreppsapparaten*

Oxelheim anger själv genomförandet av "en behövlig strukturering av begreppet finansiell integration" (s31) som ett av bokens viktigaste bidrag. I den internationella litteraturen gör man numera en klar åtskillnad mellan "perfekt kapitalrörlighet" och "perfekt substituerbarhet". Det förra förutsätter låga transaktionskostnader, frånvaro av outnyttjade arbitragemöjligheter och, något vidare, att likvärdiga tillgångar prissätts på samma sätt. Perfekt substituerbarhet å andra sidan är ett mycket strängare villkor. För att två tillgångar som är uttryckta i olika valutor, men som i övrigt är helt likvärdiga (med avseende på konkursrisk, löptid etc), skall betraktas som perfekta substitut

krävs antingen att växelkursen är helt fast eller att (den marginelle) placeraren inte bryr sig om valutarisken, dvs är riskneutral. Under dessa förutsättningar kommer räntedifferenser således att till fullo motsvaras av förväntade växelkursjusteringar och placerarna kräver ingen (ytterligare) kompensation för eventuell växelkursrisk i form av en riskpremie. Kompletteras perfekt substituerbarhet med antagandet om förväntad köpkraftsparitet (PPP), dvs att den förväntade växelkursjusteringen precis motsvaras av skillnaden i förväntad inflationstakt, gäller sk realränteparitet.

Oxelheim introducerar en annan begreppsapparat och väljer därvid att beteckna realränteparitet med "perfekt total finansiell integration". Förutsättningen för detta är att det samtidigt råder "perfekt direkt finansiell integration" och "perfekt indirekt finansiell integration". Perfekt direkt finansiell integration uppfattar vi som liktydigt med perfekt kapitalrörlighet. Under beteckningen perfekt indirekt finansiell integration samlar emellertid Oxelheim villkoren om köpkraftsparitet och perfekt substituerbarhet (frånvaro av riskpremier). Vi håller inte med om att detta innebär en "systematisering av begreppet finansiell integration". I synnerhet förefaller det ologiskt att låta integrationen av *varumarknader* (vilket Oxelheim menar att avvikelser från köpkraftsparitet mäter) påverka om *finansiell integration* skall anses råda eller ej. Vi anser sålunda att den begreppsapparat som Oxelheim inför är såväl opedagogisk som onödig. Det mest rimliga förefaller att vara att använda begreppet finansiell integration som synonym till kapitalrörlighet.

I och med att Oxelheim koncentrerar sin analys på det han kallar "direkt finansiell integration" kan han sägas vara inne på samma linje. Detta är dock mer än en semantisk fråga och problemen blir tydliga när det gäller frågan om vilka slutsatser som kan dras på basis av Oxelheims analys. Vi är kritiska till att han (åtminstone för det mesta) sätter likhetstecken mellan perfekt finansiell integration och avsaknad av penningpolitisk autonomi. Att som Oxelheim försöka rensa bort premier för valutarisk och "politisk risk" är

(om man bortser från mätproblemen) ett rimligt förfarande om man vill studera finansiell integration, men *imperfekt integration är varken ett nödvändigt eller tillräckligt villkor för penningpolitiskt oberoende*. De riskpremier som Oxelheim eliminerar och inte betraktar som några begränsningar av integrationen kan nämligen skapa utrymme för en nationellt oberoende penningpolitik. Kan centralbanken påverka riskpremierna så kan den påverka räntedifferensen alldeles oberoende av om det finns några begränsningar för kapitalrörligheten eller "ineffektiviter" av den typ Oxelheim är på jakt efter. Det finns med andra ord inte något entydigt samband mellan finansiell integration och penningpolitisk autonomi. Det är visserligen närmast självklart att ökad integration, *allt annat lika*, leder till ökat ränteberoende och minskad autonomi, men Oxelheims analys medger inga slutsatser om hur utrymmet för en oberoende penningpolitik skulle kunna mätas och än mindre om det faktiska utrymmets storlek.

### Regressionsmodellen

Även om man tolkar Oxelheims arbete som enbart en analys av graden av finansiell integration finns det flera invändningar mot den metod och de data han utnyttjar. Ett huvudproblem i denna typ av studier, som Oxelheim också berör i sin presentation, är att det egentligen inte, med någon högre grad av säkerhet, går att dela upp en given ränteskillnad på faktorer som växelkursförväntan, riskpremier, transaktionskostnader etc, eftersom några direkta mått på dessa variabler inte finns att tillgå. Varje forskare tvingas göra mer eller mindre heroiska antaganden (som att marknaderna är effektiva, förväntningarna rationella etc) och/eller ta till grova approximationer där diverse mätbara och (förhoppningsvis) relevanta variabler får tjäna som instrumentvariabler för de omätbara. Givet dessa problem står varje tolkning av en skattad konstant i en linjär regression av en viss räntedifferens naturligtvis på mycket bräcklig grund.

Till detta kommer att Oxelheims val av

instrumentvariabler i flera fall är mycket tvivelaktiga. Som exempel kan vi ta modelleringen av växelkursförväntningarna. De baseras på (ett mått på) avvikelser från köpkraftsparitet, något som motiveras med att företagen enligt *enkätundersökningen* i kapitel 4 beaktar denna faktor vid sina växelkursprognoser. Något kuriöst hävdar Oxelheim att enkätens resultat är "konsistent med hypotesen om rationella förväntningar", eftersom intervjuerna "ger belägg för att aktörerna känner den 'rätta' modellen och formar sina förväntningar enligt den" (s 287). Eftersom han inte studerat om företagen i genomsnitt gör riktiga växelkursprognoser, saknar detta påstående grund. A priori förefaller det också mycket osannolikt att avvikelser från PPP skulle ge en bra prognos av utvecklingen av den svenska kronan på den korta sikt Oxelheim studerar.

Än märkligare är att Oxelheim anser att den PPP-baserade förväntan behöver "kompletteras" med terminspremien. Ett fundamentalt problem med detta förfarande är att terminspremien via kurssäkrat räntearbitrage kan förväntas vara i stort sett lika med räntedifferensen (åtminstone för den senare delen av Oxelheims undersökningsperiod). Denna koppling är långt starkare än den förväntningsmekanism som Oxelheim åberopar, eftersom kurssäkrad ränteparitet endast förutsätter perfekt kapitalrörlighet, medan terminspremien är en väntevärdesriktig prognos av kronkursens utveckling enbart om riskpremien är noll, dvs under perfekt substituerbarhet. Oxelheim förklarar således räntedifferensen med sig själv och en anledning till att han inte får i det närmaste perfekt korrelation kan vara bristande kvalitet (och aktualitet) hos hans data. Dessa tvivelaktiga val av instrumentvariabler gör tolkningar av regressionskoefficienterna mycket vanskliga.

Oxelheim försöker också studera något han kallar "temporär segmentering", som sägs fånga trögheter i anpassningar till förändringar i utländska räntor. I praktiken görs detta genom att tidsförskjutna *ändringar* i den utländska räntan används för att förklara räntedifferensens *nivå*, ett samband med oklar ekonomisk innebörd.

Vid granskning av regressionsresultaten framgår att det leder till orimliga dynamiska förlopp.

Den nya "metod att mäta kapitalmarknadsintegration" som Oxelheim lanserar som ett av bokens viktigaste bidrag består alltså av enligt vår mening missvisande tolkningar av skattade regressionskoefficienter. Även när det gäller Oxelheims val av data för sina studier har vi flera kritiska kommentarer. Om man skall studera graden av kapitalrörlighet faller det sig naturligt att fokusera intresset till tillgångar som a priori bör betraktas som tämligen goda substitut. Detta gäller t ex inhemska och utländska statspapper som med undantag för skillnaden i valutarisk bör kunna betraktas som tämligen likvärdiga (t ex saknar de i stort sett konkursrisk). Oxelheim använder visserligen statspappersräntor, men tycks lägga samma vikt vid jämförelser mellan svenskt och utländskt diskonto. Hur en rent administrativt bestämd ränta som diskontot samvarierar med utländska räntor kan möjligen säga något om Riksbankens reaktionsfunktion, men knappast något om marknadsintegrationen, eftersom marknader för rent diskontoanknutna instrument saknas. Påståendet att analysen baseras på "marknadsdata" och studerar "faktiska arbitragesituationer" (s 99) framstår därför som en klar överdrift. Oxelheim arbetar också med något han kallar en svensk "primränta", något som vi aldrig tidigare hört talas om. Boken ger, i avsaknad av klara källhänvisningar, inte heller någon information om var denna tidsserie hämtats.

Oxelheim drar slutsatsen att den finansiella integrationen ökat och det penningpolitiska oberoendet minskat under perioden 1974-1984, en slutsats som flitigt refererats i den svenska debatten. Vi är benägna att tro att han har rätt, men inte därför att vi finner hans undersökningar övertygande. Tvärtom är vi starkt kritiska till hans sätt att mäta finansiell integration och att koppla frågan om graden av integration till frågan om utrymmet för en oberoende penningpolitik. I avsnitt 1.1 skriver Oxelheim: "Frågan är om graden av (utländskt) inflytande låter sig mätas kvantitativt (...). Denna bok avser att be-

svara denna fråga" (s 17). Efter att ha läst den kan vi inte finna annat än att svaret är: Nej, det går åtminstone inte med hjälp av dessa metoder.

Ekon dr *LARS HÖRNGREN*  
Sveriges riksbank

Ekon dr *ANDERS VREDIN*  
Fackföreningsrörelsens institut för  
ekonomisk forskning