

CLAS WIHLBORG

Begreppsförvirring om finansiell integration!

Vad menas med finansiell integration? Nationalekonomer i allmänhet gillar inte taxonomiska diskussioner utan föredrar en modellstruktur, inom vilken ett begrepp får en väldefinierad innebörd. Den allmänna debatten förs emellertid i termer av begrepp om vilkas innehåll det, i bästa fall, finns en hög grad av enighet. Ofta är det naturligtvis på en rent intuitiv nivå människor har en insikt om ett begrepps innebörd.

Integration är ett av den ekonomisk-politiska debattens heta ord. Lars Oxelheim (LO) har gett sig på att försöka definiera och mäta finansiell integration. Lars Hörngren och Anders Vredin (LHAV) har i en recension av LOs bok *Finansiell integration i Ekonomisk Debatt* kritiserat detta projekt till förmån för en annan begreppsapparat (Hörngren & Vredin [1988]). Syftet med detta inlägg är att klargöra skillnaderna mellan dessa två ansatser och att samtidigt belysa de faktorer som bestämmer svenska räntors beroende av omvärlden.

LO utgår från att perfekt finansiell integration råder då likvärdiga tillgångar i två länder alltid ger samma reala avkastning. Detta tycks rimligt, eftersom det uppenbarligen inte finns någon finansiell autonomi för ett litet land i denna situation. Svårigheten ligger i att gå vidare och definiera, mäta och analysera källor till avvikelser från perfekt integration. LO presenterar ett antal traditionella såväl som nytvecklade mått och tester, som var och en kan kritiserar men som tillsammans ger en bild av den svenska räntans beroende av omvärldens räntor.

Professor CLAS WIHLBORG är verksam vid Nationalekonomiska institutionen, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

Hörngren och Vredin kritiserar Oxelheims uppdelning av finansiell integration i en "direkt" del (beroende på förhållanden inom finansmarknaderna) och en "indirekt" del (beroende på förhållanden inom varumarknader och monetära arrangemang). I stället vill de två använda finansiell integration som synonym till kapitalrörlighet, dvs avsaknad av transaktionskostnader och outnyttjade riskrensade arbitragemöjligheter inom finansmarknaderna (det LO kallar direkt integration). Hörngren och Vredin förnekar med andra ord värdet av begreppet indirekt integration för att förstå beteendet inom finansmarknaderna.

Det är emellertid ofrånkomligt att varumarknaderna påverkar förhållandena i finansiella marknader i ett allmän jämviktssystem. Mest uppenbart är att växelkursrisk inte kan existera utan imperfektioner på varumarknaderna. Växelkursrisk kräver avvikelser från köpkraftsparitet och medför ofullständig substituerbarhet mellan tillgångar i olika valutor. LHAV påpekar själva vikten av detta begrepp för att analysera räntans beroende. Om köpkraftsparitet håller, kan man heller inte erhålla förväntade reala växelkursförändringar. Dessa är en viktig anledning till realräntedifferenser mellan länder.

LHAV hävdar också att man inte bör sätta likhetstecken mellan finansiell integration och avsaknad av penningpolitisk autonomi. Det skall man inte om man använder deras egen terminologi, där finansiell integration är synonym med LOs direkta del därav. I LOs terminologi går det utmärkt att sätta detta likhetstecken.

Hörngren och Vredin diskuterar begreppets innebörd med användning av sin egen definition. När de säger att "imperfekt integration är varken nödvändigt eller tillräckligt villkor för penningpolitiskt oberoende" menar de att ofullständig kapitalrörlighet (imperfekt direkt integra-

tion enligt LO) ej är ett sådant villkor. LHAV har rätt inom ramen för sin definition. LO har emellertid rätt inom ramen för sin. LO påpekar också att det kan finnas penningpolitiskt oberoende även om kapitalrörligheten (den direkta finansiella integrationen) är fullständig.

En intressant fråga, som LO berör i förbigående, är om Sverige har ett meningsfullt penningpolitiskt oberoende i en internationell finansmarknad med små transaktionskostnader och små informationskostnader men med någon grad av ofullständig substituerbarhet mellan tillgångar i olika valutor, beroende på användandet av skilda valutor och imperfektioner i varumarknaderna. Med andra ord: är riskpremien känslig för förändringar i utbudet av svenska pengar och svenska statspapper? Det empiriska arbetet inom området som t ex i Meese & Rogoff [1983] pekar på att det är ytterst svårt att förklara förändringar i ränteskillnader med utbudsvariabler. Kan centralbankers påverkan på realräntor genom förvänt-

ningsvariabler och riskvariabler betraktas som meningsfulla politiska instrument?

En annan aspekt på finansiell integration är om lokala finansiella institutioner har en informationsfördel i kapitalmarknaderna, som gör ett visst ränteberoende möjligt på det lokala planet. Ett sådant ränteutrymme kan betraktas som en grad av finansiell disintegration, som dock inte säkert kan tolkas som ekonomiskt politiskt oberoende för Riksbanken (Montgomery, [1989]).

Referenser

- Hörngren, L & Vredin, A, [1989], Recension av Lars Oxelheim: Finansiell integration. *Ekonomisk Debatt*, Årg 17, Nr 5.
- Meese, R & Rogoff, K, [1983], "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies - Do They Fit Out of Sample?". *Journal of International Economics*, Vol 14, s 3-24.
- Montgomery, J, [1989], *Financial Intermediation, Contracts and International Capital Mobility*. Ph D-avhandling, Princeton University.
- Oxelheim, L, [1988], *Finansiell integration - En studie av svenska marknadens internationella beroende*. Industriens utredningsinstitut, Stockholm.