

Repliker och kommentarer

Replik till Franzén och Uggla:

Valutaoron sommaren 1977 – fanns den?

I *Ekonomisk Debatt* nr 2 1978 har två riksbanksekonomer (Thomas Franzén och Magnus Uggla, hädanefter F-U) sökt mäta hur förväntningar om en svensk devalvering ledde till ett utflöde av finansiellt kapital under sommaren 1977 [Franzén-Uggla 1978]. Bland annat därför att deras artikel väckt ett visst uppseende inte minst bland politiker finns det anledning att närmare studera deras metoder och resultat.

Enligt vår mening ligger värdet i F-U:s artikel främst däri att de visat vilka möjligheter allmänheten – i synnerhet företagssektorn – har att undgå valutaregleringen. Däremot vad gäller deras metoder och resultat är vi mer kritiska.

F-U visar på att valutareserven under perioden 1 juni–28 augusti (dagen för devalveringen) sjönk med närmare 4,5 miljarder, men hävdar att "det valutautflöde som föranleddes av sådana förväntningar (om devalvering) var dock betydligt större än vad som avspeglas i minskningen av valutareserven" (sid 86). En första fråga är varför de valt just 1 juni som ingångsdatum. Ger detta maximalt fall i valutareserven?

Betydligt viktigare är kvantifieringen och valet av jämförelsenorm, dvs hur skulle valutareserven ha betett sig, om förväntningar om devalvering inte hade uppkommit. Här inskränker sig F-U till att studera de privata kapitalrörelserna, inkl restposten, vilket innebär att bytesbalansen samt statens och riksbankens kapitalrörelser satts till sina faktiska vär-

den. Härvid måste bytesbalansen approximeras, eftersom data endast finns på kvartal. Hur stora fel som kan uppkomma då har vi ingen möjlighet att bedöma. Det borde ha diskuterats av F-U.

Hur stora var de "normala" privata kapitalrörelserna under perioden juni–augusti? F-U skriver att, "de stora strukturella ändringar som ägt rum i upplåningsmönstret under senare år samt tidigare års valutaoro gör det ytterst svårt att bilda sig en uppfattning om dessa sektorers normala beteenden. Därför tvingas vi till en mycket grov beräkning och räknar med att de privata och kommunala transaktionerna normalt skulle ha ineburit ett valutainflöde i storleksordningen 0,5 à 2,0 miljarder kronor ... Restposten beräknas under året ha uppgått till 4,5 miljarder kronor, vilket innebär cirka 1 miljard kronor på tre månader. Vi antar därför i våra beräkningar att restposten 'normalt' skulle uppgått till 0,5 à 1,5 miljarder kronor" (sid 92–93). F-U har således i princip fördelat de årsvisa inflödena lika över årets månader. Detta skulle givetvis förutsätta att de faktorer som styr kapitalrörelserna var konstanta under året.

Mot bakgrund av dessa "normala" inflöden finner F-U att de förväntningsstyrda kapitalrörelserna ledde till ett valutautflöde i storleksordningen 6–8,5 miljarder kronor under den studerade perioden. Vi vill hävda att en sådan precisering inte är möjlig att genomföra, eftersom de faktorer som styr det "nor-

mala" kapitalinflödet inte hållits konstanta. Låt oss exemplifiera. Vad hände under sommaren 1977 med de faktorer, som vanligen brukar antas ligga bakom kapitalrörelser?

De utländska räntorna var på väg uppåt. Eurodollarräntan steg från 5,76 procent under andra kvartalet till 6,49 procent det tredje 1977 och med 0,34 procentenheter endast under den av F-U studerade perioden. Detta skulle ha föranlett ett kapitalutflöde, allt övrigt lika. Å andra sidan försämrades bytesbalansen kraftigt – med över 2 miljarder – mellan andra och tredje kvartalet. Detta torde ha lett till ett inflöde av kapital via handelskrediter för att finansiera underskottet.

Andra faktorer ändrades även under perioden. Monetarister som Kouri-Porter [1974] hävdar ju att efterfrågan på pengar och därmed tillväxten i BNP är en viktig faktor bakom ett kapitalinflöde. Tillväxten i nominella BNP (säsongrensad) var +6,3, 0 resp –2,0 miljarder kronor under de tre första kvartalen 1977 (enligt STEP-modellens databank). Denna kraftiga uppbromsning i nominell tillväxt skulle ha föranlett ett lägre inflöde eller ett större utflöde än eljest, enligt den monetaristiska skolan, allt eftersom året framskred.

En fjärde faktor kan vara effekten av riksbankens kreditpolitik. Fram till mars 1977 gällde ett kreditstopp för affärsbankerna, medan kreditpolitiken därefter lättades upp under året. Detta borde även ha lett till en långsammare takt i kapitalinflödet [Lybeck 1977].

Vi finner således att de bakomliggande faktorerna sannerligen inte var konstanta under året. F-U:s metod att beräkna det "normala" kapitalinflödet genom en uppdelning av årsvärdet är därför behäftat med många fel.

Hur skall man då skapa en referens mot vilken faktiska kapitalflöden kan jämföras? Vi vill redovisa ett försök att med ekonometriska metoder finna vad de "normala" kapitalrörelserna skulle ha varit.¹ Ett problem är att den använda modellen bygger på kvartalsdata. Vi kan därför inte säga att den siffra, som redo-

visas av F-U för perioden 1 juni–28 augusti är fel. Vi vill endast påpeka svårigheterna av att dra några slutsatser om avvikelser från "det normala". I varje fall på kvartalsbasis tycker vi oss inte kunna hävda att kapitalinflödet under andra och tredje kvartalet 1977 var lägre än normalt.

Den teknik vi använder går ut på att estimerar modellen på existerande kvartalsdata från 1967. Vi estimerar ekvationen fram till 1974, 1975 eller 1976 och redovisar extrapoleringar utanför skattningsperioden för perioderna 1975–77, 1976–77 resp 1977. Om vi skulle finna att de faktiska kapitalinflödena under mitten av 1977 är lägre än av modellen förutsagda, skulle detta kunna tolkas som ett resultat av förväntningsstyrda valutautflöden.

Den beroende variabeln i våra körningar, KFLOW, är definierad som nettoinflöde av privat kapital, exkl direktinvesteringar men inkl restposten. Även kommunerna har lämnats utanför. I figur 1 visar siffrorna i kolumnerna liksom figuren faktiska värden på KFLOW (heldragna linjer) och av modellen framräknade (streckade linjer) då modellen skattats tom 1974. Vi ser då att modellen kraftigt (med över 7 miljarder) underskattar kapitalinflödet under 1975, vilket kan vara en följd av en lättare valutareglering det året. För 1976 blir prognoserna successivt bättre, men förbyts i en kraftig överskattning under sista kvartalet. Denna är huvudsakligen en följd av att den markanta kreditåtstramningen under detta kvartal inte ledde till det kapitalinflöde, som man hade väntat utifrån tidigare erfarenheter. För 1977 slutligen underskattar modellen återigen, dvs kapitalinflödena var större än vad modellen ger för handen. Detta ger således ingen anledning att tro på valutaspekulation.

¹ Den använda modellen har tidigare visat sig ha utomordentliga egenskaper i stabilitet vid olika specifikationer och skattningstekniker [Lybeck, Haggström och Jarnhall 1978].

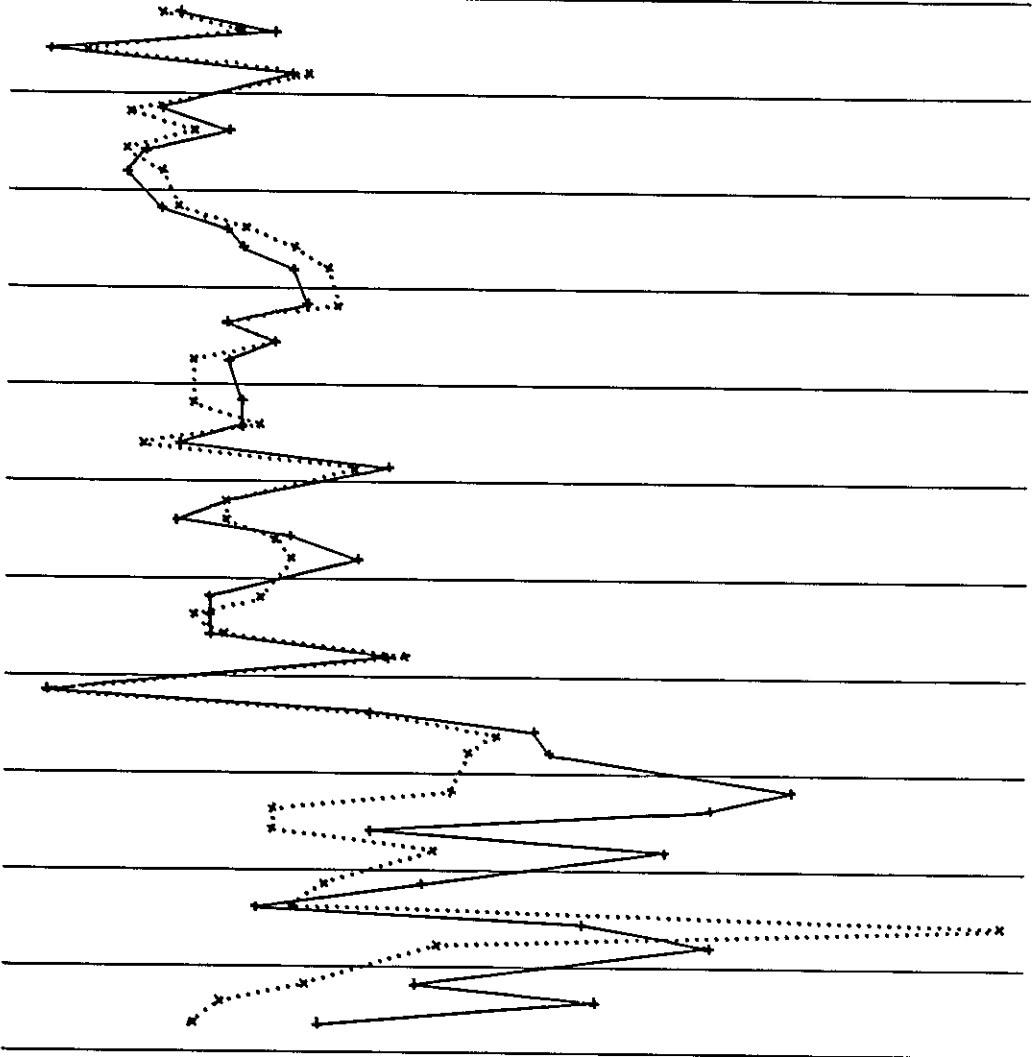
Figur 1

EQUATION NUMBER 21 0 0 0 10 12 13 14 4 5 6 9 3 10 1 1 0 1						
21 KFLOW OLS1	D2 -1204.3319 -3 6028	D3 -714.1850 -4 4531	D4 -2021.3593 -4.5918	RDIFF 0 0036 4.0421	DGNP 0.1869 4.1477	DCURB -0.5870 -6.7769
21	P/P2 0.1648 0.1651	R/SU 0 8834 260.3317				
	ACTUALS	PREDICTED	RESIDUALS	0/0 ERROR		
1967	-70 000 640 000 -1118 000 719.000	-258.968 373.151 -821.676 874.121	188.968 266 849 -296.324 -155.121	-269.954 41.695 26.505 -21.575	34 35 36 37	
1968	-283.000 206 000 -418 000 -443.000	-535.347 22.186 -452.499 -262.501	252.347 183 814 34.499 -180 499	-89 169 89.230 -8.253 40.745	38 39 40 41	
1969	-188.000 213 000 417.000 752.000	-92.256 338 546 695.119 1053 236	-95.744 -125.546 -278.119 -301.236	50.928 -58.942 -66 695 -40 058	42 43 44 45	
1970	898 000 230 000 669 000 203.000	1065.229 244.288 572.754 40.749	-167.229 -14.288 96.246 162.251	-18 622 -6.212 14.386 79 926	46 47 48 49	
1971	360 000 358.000 -137.000 1459 000	59.484 511.960 -328.226 1286.765	300.516 -153.960 191.226 172.235	83.477 -43 005 -139.581 11 805	50 51 52 53	
1972	235 000 -128 000 797.000 1196 000	276.370 233 042 663.747 787.373	-41.370 -361.042 133.253 408 627	-17 604 282 064 16.719 34 166	54 55 56 57	
1973	72.000 95 000 173 000 1511 000	496 433 -56.348 283.153 1617.256	-424.433 151.348 -110.153 -106 256	-589.490 159 314 -63 672 -7 032	58 59 60 61	
1974	-1073 000 1379 000 2610.000 2745.000	-1059 944 1326.175 2380 629 2104 813	-13 056 52 825 229.371 640.187	1.217 3.831 8.788 23.322	62 63 64 65	
1975	4616 000 3916 000 1348 000 3600 000	1997.153 574.167 626.126 1858.739	2618 847 3341.833 721.874 1741.261	56 734 85 338 53 552 48.368	66 67 68 69	
1976	1687 000 472.000 3027 000 3988 000	930.553 740 729 6205 441 1844 455	756.447 -268.729 -3178 441 2143 545	44 840 -56 934 -105 003 53.750	70 71 72 73	
1977	1708 000 3070 000 984 000	836 267 248 917 58 763	871.733 2821 083 925.237	51.038 91 892 94 028	74 75 76	

CAPITAL FLOW 1967-74 WITH PREDICTION 75-77

ABLX	KFDIR	SPEC	CONS	R/SE	D/DF
-0.4453	-0.3729	-687.7252	879.4250	0.8864	1.8930
-5.7261	-1.0220	-5.2392	4.6726	256.8945	21.0000

RANGE -1118.00 TO 6205.44



Som F-U påpekar kan dock strukturen i modellen ha förändrats av erfarenheterna under senare år. För att testa detta kör vi därför om exakt samma ekvation först tom 1975 och sedan till 1976.

I ingetdera fallet ger modellen för handen att spekulation går att märka på kvartalsbasis. Snarare är det så att modellen i båda fallen underskattar kapitalinflödet under tredje kvartalet 1977 med drygt 1 miljard efter en mindre över-skattning det andra kvartalet.²

Vi vill inte hävda att det inte pågick kapitalrörelser under sommaren 1977, som styrdes av förväntningar om en kommande devalvering. Det förefaller i det närmaste självklart att företagen rättade sitt beteende efter den uppenbarligen kommande devalveringen. Vi vill däremot hävda att den metod som F-U använt inte kan säga något om detta. I varje fall är F-U:s påstående att "det torde vara fullt klart att devalveringen i augusti föregicks av ett betydande förväntningsstyrt valutautflöde" (sid 93)

alldeles för starkt mot bakgrund av deras bristfälliga metod.

Professor *Johan A Lybeck*
Göteborgs universitet
Civilekonom *Björn Järnhäll*
Handelshögskolan i Stockholm

² Detaljerade resultat finns att erhålla från forfattarna.

Referenser

- Franzén, T och Ugglå, M, [1978], "Valutaoron sommaren 1977 - en analys av de förväntningsstyrda valutarelserna", *Ekonomisk Debatt* årg 6, nr 2
- Kouri, P J K och Porter, M G, [1974], "International Capital Flows and Portfolio Equilibrium", *Journal of Political Economy*, May/June
- Lybeck, J A, [1977], "Effekterna av Riksbankens kreditpolitik på konsumtionen, investeringarna och importen av utländskt kapital", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift* nr 1-2
- Lybeck, J A, Haggstrom, J och Järnhäll, B, [1978], "An Empirical Comparison of Four Models of Financial Capital Flows: OLS and 2SLS Estimations of the Branson, Genberg, Kouri and Lybeck Models", i J A Sawyer, red, *Applications and Extensions of the LINK System*, Amsterdam, North Holland