

Svar till Lybeck och Järnhäll:

## Visst fanns valutaoron!

Johan Lybeck och Björn Järnhäll (L-J) visar i en kommentar till vår artikel om förväntningsstyrda valutarörelser, att de med hjälp av sin kvartalsmodell för valutarörelser inte kan konstatera något onormalt valutautflöde under den period som föregick devalveringen i augusti 1977. De tror emellertid inte själva på sitt resultat, utan menar att det är "självlklart" att ett sådant utflöde ägde rum. De visar alltså inte att vårt resultat är felaktigt, utan bara att de själva med hjälp av sin kvartalsmodell inte kan mäta storleken på det valutautflöde som föranleddes av förväntningarna om en devalvering.

Vi skall för det första visa att en stor del av deras svårigheter att spåra det förväntningsbetingade valutautflödet ligger i att de har en periodindelning som är felaktig mot bakgrund av det problem de vill studera. För det andra skall vi visa att de använder sig av ett mindre ändamålsenligt valutareservsbegrepp. För det tredje skall vi visa att L-J:s metod oavsett mätproblemen är olämplig att använda i sammanhanget. Vi har också några invändningar av mer modellteknisk natur.

### Periodindelning

L-J:s ekonometriska modell är en kvar-

talsmodell vilket medför att den definitionsmässigt aldrig kommer att ge en bra uppskattning av storleken på det kapitalutflöde som föregick devalveringen i augusti 1977. Detta beror, som de också är medvetna om, förstås på att devalveringen inte ägde rum vid kvartalsskiftet utan mitt i ett kvartal. Efter devalveringen mellan den 29 augusti och slutet på september ökade valutareserven exklusive statliga lån med 4,1 miljarder kronor. L-J:s beräkningar inkluderar hela detta återinflöde av valutor, något som naturligtvis är helt felaktigt om man vill mäta det utflöde som föregick devalveringen. Här ligger en stor del av förklaringen till skillnaden mellan våra resultat. På motsvarande sätt inkluderar L-J månaderna april och maj i perioden för valutautflödet. Vi menar att det är klart orimligt att inkludera april i den period som omfattades av förväntningsstyrda kapitalrörelser. Sverige devalverade den 1 april och det är därför knappast rimligt att inkludera april i perioden med valutaoro. Man kan vara något mer tveksam om maj månad men vi anser att man för maj som helhet inte kan anse att den tillhör perioden med devalveringsförväntningar. Detta är också förklaringen till att vi valt den 1 juni som startpunkt för spekulationsperioden i vår analys. Genom att inkludera april och maj i sina beräkningar inbegriper L-J ett valutainflöde exklusive statliga lån på 1,1 miljarder i perioden för devalveringsbetingade valutarörelser.

Om man med vår beräkningsmetod skulle välja en periodindelning som motsvarar L-J:s skulle man heller inte kunna konstatera något förväntningsstyrt valutautflöde. Detta antyder att bristerna i L-J:s beräkningar till största delen beror på periodindelningen.

### Valutareservsdefinition

En annan skiljaktighet i våra beräkningar är att vi mäter hur *riksbankens* valuta-reserv påverkades av privata och kommunala kapitaltransaktioner. L-J använder det gamla valuta-reservsbegreppet som inkluderar valutabankernas avistaposition i valuta-reserven. Vi menar att bank-

sektorn är en del av den privata sektorn och att den också har möjligheter att agera inför och påverkas av valutakursförväntningar. Skulle vi liksom L-J inkludera avistapositionen i valuta-reserven leder detta till ett utflöde som är 0,3 miljarder lägre. Vi anser dock att det i sammanhanget intressanta valuta-reservsbegreppet är ett där avistapositionen inte inkluderas.

### Strukturella ändringar

L-J:s kommentar visar egentligen att deras ekonometriska metoder inte kan säga något om de kapitalrörelser under 1977 som orsakades av kursförväntningar. De är emellertid medvetna om att de stött på ett klassiskt exempel när den typ av ekonometriska metoder som de använder inte är användbara. Dessa metoder försöker med hjälp av historiska data matematiskt beskriva olika ekonomiska enheters agerande. Sedan försöker man med hjälp av denna formalisering förutsäga hur de kommer att bete sig i framtiden. Metoden förutsätter oförändrat beteendemönster och får man en kraftig ändring i den ekonomiska miljön – en ändring i själva strukturen – blir metoden olämplig. De historiska uppgifterna kan inte beskriva hur enheterna beter sig i den nya miljön.

L-J:s modell har råkat ut för just detta problem. Under 1974 ägde en total omläggning rum i den svenska valutapolitiken. Man inriktade valuta-, kredit- och räntepolitiken på att få till stånd en utlandsupplåning för att finansiera underskotten i bytesbalansen. Dessförinnan hade man inriktat valutapolitiken så att man i stort sett avskärmade den svenska kreditmarknaden från den utländska. Förekomsten av strukturella förändringar bekräftas också av att L-J:s ekvationer enligt information från författarna är mycket känsliga för om man inkluderar 1975 och 1976 i estimationsperioden. Detta innebär i sin tur att deras modell inte kan beskriva beteendet under "normala förhållanden" 1977. Det kommer också att ta tid tills dess de får data som gör att de kan få en god beskrivning av beteendet under den nya strukturen. Vi

anser dock inte att all analysverksamhet kan avstanna bara därför att L-J:s ekonometrisk metod inte kan tillämpas.<sup>1</sup>

### Vår metod

L-J menar inte att de bättre än vi kan skatta det valutautflöde under sommaren 1977 som orsakades av förväntningar om en devalvering av den svenska kronan. De meddelar bara att de i sin kvartalsmodell inte kan konstatera något förväntningsstyrt valutautflöde. Vi har visat att deras problem att fånga valutautflödet mer är ett bevis på att deras metod är oanvändbar i sammanhanget. Detta beror på att deras kvartalsmodell har fel periodindelning, och att de använder en ekonometrisk metod när den är olämplig att använda. Dessutom använder de ett olämpligt valutareservsbegrepp.

När vi ställdes inför problemet att uppskatta storleken på det valutautflöde som föregick devalveringen i augusti 1977, fann vi det olämpligt att använda en ekonometrisk metod av den typ L-J använder. Vi citerar oss själva. "De stora strukturella ändringar som ägt rum i upplåningsmönstret under senare år, samt tidigare års valutaoro under sensommarmånaderna gör det ytterst svårt att bilda sig en uppfattning om dessa sektors normala beteenden" [Franzén-Uggla 1978, s 92]. Denna bedömning om stora strukturella ändringar bekräftas som ovan nämnts av L-J:s mätförsök.

Vi gjorde därför en, som vi också påpekade, grov beräkning. Filosofin bakom denna kan kort beskrivas som följer: Under året som helhet resulterade den privata sektorns kapitaltransaktioner inklusive restposten i ett valutainflöde på cirka 10 miljarder. Nu finns det anledning att tro att dessa flöden har vissa säsongmässiga inslag och att andra faktorer inverkar. Vår bedömning var att man med hänsyn till säsongmässiga variationer och andra faktorer såsom ränteutveckling m m normalt borde haft minst 1 miljard kronor i valutainflöde under juni-augusti. Motsvarande övre gräns satte vi till 3 1/2 miljard. Detta innebär således att vi inte förutsatte att de faktorer som styr kapitalrörelserna

var konstanta under året, vilket L-J påstår. Vi avpassade i stället intervallet i våra beräkningar så, att det skulle inrymma icke-konstanta faktorer.

Med utgångspunkt från denna bedömning räknade vi sen ut att det onormala kapitalutflödet före devalveringen uppgick till 6 å 8,5 miljarder. För att ge en uppskattning av osäkerheten genomförde vi motsvarande kalkyl för det onormala återinflödet efter devalveringen och fick något lägre siffror 4 å 6 1/2 miljarder. Vi menade att osäkerheten i skattningen fångas av de stora intervallen. Vi var också noga med att påpeka att bedömningar av den typ vi gjort innebär ett stort inslag av osäkerhet. Inte minst är vi otillfredsställda med att kalkylen inte tar hänsyn till att bytesbalansen påverkades av valutakursförväntningar vilket leder till att man tenderar att underskatta valutautflödet.

### Sammanfattning

Under de tre månader som föregick devalveringen ledde de privata och kommunala sektorernas transaktioner till ett

<sup>1</sup> Forutom detta fundamentala problem när det gäller L-J:s metod, har vi också vissa invändningar mot deras sätt att välja förklaringsvariabler. Vi skall här nämna några. Det är för det första tvivelaktigt att inkludera ändringar i bytesbalansen som förklaringsvariabel om man som de antyder vill fånga ändringar i handelskrediter. Tjänster och transfereringar registreras vid betalningstillfället varför de inte ger upphov till handelskrediter i statistiken. Vill man fånga svängningar i handelskrediter bör man välja ändringar i handelsbalansen som förklaringsvariabel. Vi ifrågasätter också L-J:s metod att inkludera direktinvesteringar i modellen. Krav på utlandsupplåning vid direkta investeringar ställs enligt valutaregleringen och dessa krav har andrats kraftigt under senare år. Har vi således också en mindre strukturförändring. Slutligen kan det ifrågasättas om L-J inte inkluderar en del av det förväntningsstyrt valutautflödet i sina förklaringsvariabler. Enligt uppgift från bankerna noterade de att en del av valutautflödet finansierades genom att företagen i onormal utsträckning drog på sina checkrättningskrediter i svenska banker. Detta registreras i L-J:s modell som en minskning i överskottsefterfrågan på krediter (ABLX), vilket i sin tur "forklarar" det minskade inflödet. I själva verket kan det emellertid vara så att en del av förklaringsvariabeln bör adderas till deras mått på förväntningsstyrt utflöde.

utflöde på 8 1/2 miljarder kronor. Samtidigt pågick en allmän diskussion om tidpunkten när Sverige skulle devalvera. Företagsledare talade om att de bett sina finanschefer se över företagets fordringar och skulder gentemot utlandet. Företagens valutakonton byggdes upp på ett iögonfallande sätt. Tom allmänhetens agerande påverkades av devalveringsdebatten. Man köpte D-mark i en omfattning som överraskade banker och vållade dem problem när det gällde att förse allmänheten med valuta. Det är bla mot denna bakgrund vår kalkyl över förväntningsstyrt valutautflöde bör ses. Denna kalkyl omgärdades också med vederbörliga reservationer. När det gäller själva

slutsatsen är nog L-J tämligen ensamma om att ifrågasätta den. Själva känner vi oss inte det minsta osäkra om slutsatsen att "det torde vara fullt klart att devalveringen i augusti föregicks av ett betydande förväntningsstyrt valutautflöde" (s 93).

Fildr *Thomas Franzén*  
civilekonom *Magnus Uggla*  
Riksbankens ekonomiska avdelning

#### Referenser

Franzén, T-Uggla, M., [1978], "Valutaoron sommaren 1977 - en analys av de förväntningsstyrda valutarelserna", *Ekonomisk Debatt*, årg 6, nr 2.