

PETER ENGLUND
SARAH MCPHEE
STAFFAN VIOTTI

Ränteparitet och ränteberoende

Utrymmet för inhemska räntevariationer har minskat under de senaste tio åren och speciellt under 1980-talet. Detta visas i en granskning av den svenska penningmarknaden. De nominella räntorna kan dock avvika från omvärldens om inflationstakten avviker. I ett längre perspektiv är det den svenska realräntan som blir beroende av omvärlden.

Det är omstritt hur nära de svenska räntorna följer, eller måste följa, omvärldens. Den svenska valutakontrollen anses av somliga bedömare ge upphov till en viss ränteautonomi. Sedan 1977 arbetar en statlig kommitté under Kristers Wickmans ledning med att se över bestämmelserna för valutaregleringen. Den väntas lägga fram sitt slutbetänkande under 1985. I en volym med expertrapporter som valutakommittén tidigare publicerat (SOU 1980:51) rekommenderade flertalet experter att valutaregleringen helt eller delvis borde avvecklas. Skälen härtill var dels att den uppfattades som i stort sett verkningslös för att styra valutaflödena, dels att, i den mån den hade effekt, de allokeringsmässiga skadeverkningarna ansågs överstiga värdet av en viss räntepolitisk autonomi.

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

Det är idag inte känt vilka rekommendationer valutakommitténs slutrapport kommer att innehålla, men det är uppenbart att om man föreslår att regleringen ska bibehållas i någon form så måste man i konsekvensens namn anse att den hittills har bidragit till att göra det möjligt för Sverige att självständigt välja inhemsk räntenivå.

Sedan kommitténs expertrapporter publicerades har den svenska penningmarknaden undergått en snabb utveckling. Bankcertifikaten introducerades i mars 1980. Den inledande utvecklingen av den marknaden under de första två åren finns väl beskriven i Nyberg [1982] och Kvist, Nyberg, Wissén [1985]. Under sommaren 1982 introducerade riksgäldskontoret statsskuldväxlarna, vilka i allt väsentligt är att uppfatta som perfekta substitut till bankcertifikaten. Idag handlas båda dessa papper på väl fungerande andrahandsmarknader. När experterna i valutakommittén hävdade att valutaregleringen hade liten effekt gjorde de detta på en ofullständig empirisk grund. Själva avsaknaden av väl fungerande penningmarknader före 1980-talet skapade nämligen svåra mätproblem vid räntejämförelser, vare sig räntan på dagslån, specialinlåning, finansväxlar eller något annat användes. Vi skall i denna artikel med utgångs-

ORDLISTA

| | |
|---------------------------|--|
| <i>Andrahandsmarknad</i> | — en marknad där man handlar med redan emitterade värdepapper. |
| <i>Avistaaffär</i> | — avtal som fullgörs vid samma tidpunkt som det ingås. |
| <i>Bankcertifikat</i> | — det viktigaste instrumentet för bankernas upplåning på den svenska penningmarknaden. De är löpande skuldebrev ställda till innehavaren, löper med fast ränta och har obligationskonstruktion. De emitteras på löptider upp till högst 360 dagar. Minsta belopp är 1 Mkr. |
| <i>Dagslån</i> | — lån mellan banker som löper från en dag till nästa. |
| <i>Eurodollarmarknad</i> | — marknad utanför USA för tillgångar och skulder denominerade i dollar. |
| <i>Fastförräntande</i> | — placering som löper med en i förväg bestämd fast räntesats under sin löptid. |
| <i>Finansbolagsrevers</i> | — tidigare den viktigaste formen för finansbolagens finansiering, vilken dock minskat i betydelse i och med penningmarknadens tillkomst. |
| <i>Riksobligation</i> | — statligt medel och långfristigt upplåningsinstrument som utges till marknadsränta |
| <i>Specialkonto</i> | — konto där bankerna erbjuder särskilt gynnsamma villkor för inlåning i stora poster. |
| <i>Statsskuldväxel</i> | — statligt kortfristigt upplåningsinstrument som utges till marknadsränta. Det har samma konstruktion som ett bankcertifikat. |
| <i>Straffränta</i> | — den ränta till vilken svenska banker kan låna i princip obegränsade volymer i riksbanken. |
| <i>Terminsaffär</i> | — avtal som skall fullgöras vid en bestämd tidpunkt i framtiden till ett pris (en ränta) som fastställs redan när avtalet ingås. |

punkt från data illustrerande ränteparitetsförhållandena i Sverige under åttiotalet diskutera de svenska räntornas utlandsberoende.

Kurssäkrad ränteparitet

Ett första sätt att undersöka i vilken utsträckning svenska räntor kan avvika från de internationella är att studera hur väl den arbitrage relation håller som brukar kallas *kurssäkrad ränteparitet*. Låt oss först kortfattat med hjälp av exempel skissera vad denna arbitrage relation innebär. Antag att en svensk exportör

har sålt varor fakturerade i dollar och givit tre månaders kredit. Eftersom kronans värde gentemot dollarn fluktuerar vet inte exportören exakt vad dollarintäkterna om tre månader kommer att vara värda. Om han vill försäkra sig mot denna valutarisk har han i princip två alternativ. *Det ena* är att sälja sina dollarintäkter på *termin*. Det innebär att han ingår ett kontrakt om köp av kronor till ett belopp svarande mot dollarintäkterna för leverans om tre månader men till en kurs som är given idag, terminskursen.

I *det andra* alternativet lånar exportören upp en summa motsvarande dollarintäkterna på tre månader på euro-dollarmarknaden, växlar pengarna till kronor på *avistamarknaden* och placerar dem slutligen i tremånaders fast förräntande papper i Sverige. Om pengarna placerats i papper utan kreditrisk (t ex statsskuldväxlar), innebär detta att exportören i båda alternativen är garanterad ett belopp i kronor om tre månader. Valutaosäkerheten är med andra ord helt eliminerad även i detta fall.

Det är rimligt att vänta sig att exportören jämför kostnaderna för de båda metoderna att undvika valutarisken och väljer det billigaste alternativet. Arbitrageverksamhet kommer emellertid på en väl fungerande marknad att se till att de båda alternativen kostar exportören lika mycket. Om så inte vore fallet skulle det nämligen gå att göra *säkra* vinster på rena kapitalomflyttningar. Antag t ex att termins- och avistakurs vore exakt desamma, medan räntan på 30-dagars dollarplaceringar var lägre än motsvarande svenska placering. Följande transaktion skulle då ge en säker vinst: låna upp dollar i utlandet, växla till kronor på *avistamarknaden*, placera beloppet i svenska värdepapper och köpa dollar på terminsmarknaden. Så länge ingenting hindrar denna typ av transaktioner, kommer arbitrageverksamheten att se till att sådana säkra vinstmöjligheter ögonblickligen försvinner.

Det jämviktsläge där det inte finns utrymme för arbitragevinster brukar kallas *kurssäkrad ränteparitet*. Vi kan uttrycka det genom att definiera terminspremien som den procentuella skillnaden mellan termins- och avistakurs. Kurssäkrad ränteparitet innebär då¹ att

$$\text{svensk ränta} - \text{utländsk ränta} = \text{terminspremie} \quad (1)$$

I praktiken kommer inte detta sam-

band att vara exakt uppfyllt. Detta behövs för den skull inte innebära att det finns säkra vinstmöjligheter som inte utnyttjats. Transaktionskostnader av olika slag gör att arbitrage relationen bör definieras som ett band inom vilket skillnaden mellan räntedifferensen och terminspremien måste ligga. Ju större transaktionskostnaderna är desto bredare blir bandet. Restriktioner på internationella kapitalrörelser i form av valutareglering hindrar placeringarna från att utnyttja arbitragemöjligheter. En rent prohibitiv kapitalkontroll ger naturligtvis ett oändligt brett band, men i praktiken är regleringarna aldrig så långtgående. Samtidigt bör man notera att företag i ett system med övervakning och kontroll av kapitaltransaktioner kan tänkas avstå från att utnyttja en arbitragemöjlighet som formellt är tillåten för att undvika att dra på sig de övervakande myndigheternas uppmärksamhet och därigenom framkalla en hårdare kontroll.

Slutligen kan arbitrageverksamheten förhindras av att det inte finns likvärdiga placeringsobjekt på de inhemska och utländska penningmarknaderna. Uttrycket för kurssäkrad ränteparitet förutsätter att det existerar tillgångar som är lika i *alla* avseenden utom valutade-nominering.

Om vi exakt kunde mäta effekterna av dessa hinder mot arbitrageverksamheten, skulle vi erhålla det band inom vilket räntedifferensen (för en viss löptid) kan ligga utan att ge upphov till kapitalflöden. I en liten öppen ekonomi kan den utländska räntan uppfattas som given och opåverkad av inhemsk efterfrågan. Det förda resonemanget betyder då att vi har identifierat ett område, inom vilket den inhemska räntan

¹ I strikt mening är detta uttryck endast en första ordningens approximation av ett något mera komplicerat uttryck. Se t ex Levi [1983] för en detaljerad genomgång.

kan röra sig oberoende av den utländska, vid en given terminspremie.²

Det är viktigt att redan här notera att det visserligen är sant att ett brett band, inom vilket kurssäkrat räntearbitrage inte lönar sig, innebär motsvarande grad av räntoberoende, men att det omvända inte gäller. Även om ränteparitetsrelationen gällde exakt, skulle det vara möjligt att lägga den inhemska räntan på önskvärd nivå utan hänsyn till den utländska så länge som terminspremien anpassade sig efter den inhemska räntans förändringar. För att kunna ta ställning till frågan om räntepolitiskt oberoende måste vi också diskutera sambandet mellan terminspremien och marknadens förväntningar om avistakursens utveckling. Vi återkommer till detta längre fram.

Den svenska penning- och valutamarknaden

Vi ska nu belysa hur pass oberoende av utlandsräntorna de svenska räntorna är om hänsyn endast tas till effekterna av kurssäkrat räntearbitrage. Vi koncentrerar oss på åren 1980-1984, dvs den period när Sverige haft en penningmarknad som gör det möjligt att finna svenska korta tillgångar med lätt identifierbara internationella motsvarigheter. Visserligen var den sk specialinlåningen väl utvecklad under 1970-talet. Den hade emellertid (och har fortfarande) karaktären av förhandlingsmarknad, där räntorna inte ändrades dagligen och där olika placerare kunde få olika goda villkor. Specialinlåningen är därför dels inte direkt jämförbar med någon utländsk placering, dels svår att representera med någon tillförlitlig ränteserie. Finansväxlar, det instrument med vilket finansbolagen finansierar sin korta upplåning, ligger i sin konstruktion inte alltför långt från bankcertifikaten och hade en marknad på 70-talet. Denna var emellertid för

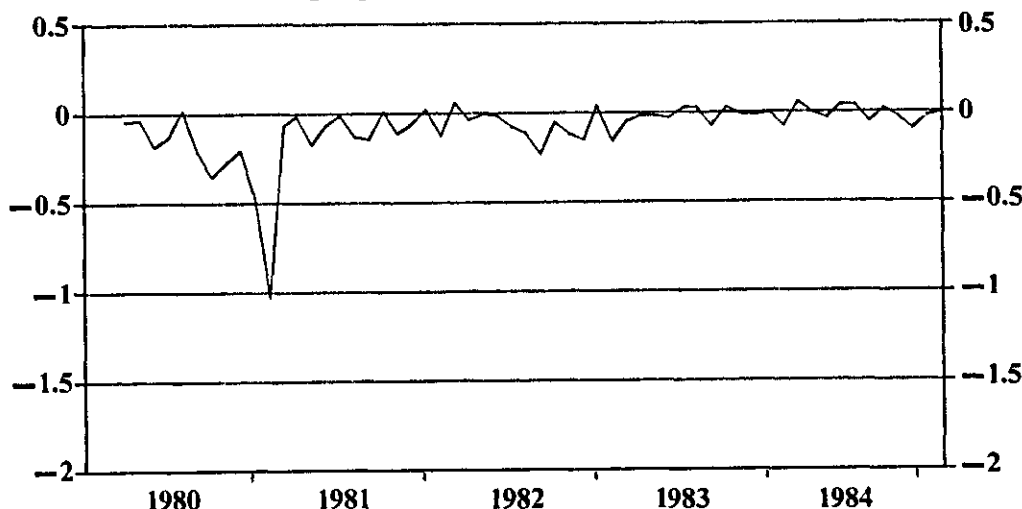
tunn för att ge tillräckligt goda räntenoteringar. Trots detta skall vi använda finansväxlarrentan för att ge en approximativ bild av förhållandena på 70-talet.

Marknaden för bankcertifikat och statsskuldväxlar har efter hand kommit att uppfylla de krav som brukar ställas på väl fungerande marknader. Det finns ett flertal banker och andra företag som "ställer marknad" genom att kontinuerligt offentliggöra (på data-skärm inom det sk Reutersystemet) köp- och säljkurser. Skillnaden mellan köp- och säljkurs ("spreaden") är numer i nivå med vad som gäller på motsvarande internationella marknader. Under de första åren av 80-talet var emellertid skillnaden betydligt större än idag. Det fanns inga mäklare förutom bankerna, och vissa banker drog sig tidvis ur marknaden genom att annonsera för placerarna ointressanta räntor. Transaktionskostnaderna var således vid den tiden betydligt högre på den inhemska penningmarknaden än på den internationella.

I diagrammen 1 och 2 redovisas skillnaden mellan räntedifferens och terminspremie för placeringar upp till 360 dagar vid månatliga noteringar för perioden 1980-1984. De svenska räntenoteringarna gäller bankcertifikat fram till april 1983 och statsskuldväxlar därefter. Förklaringen är att statsskuldväxlarna idag omsätts i mycket större kvantiteter än bankcertifikaten. När det gäller utlandsplaceringarna har vi valt att fokusera på dollarplaceringar. Dollarn är den klart dominerande valutan i Sveriges transaktioner med omvärlden, vilket nedanstående tabell illustrerar.

² Vad innebär det för räntoberoendet om t ex arbitrage relationen galler nära nog exakt för 30-dagarspapper, medan bandet är väsentligt bredare för längre löptider på grund av brist på jämförbara objekt? Svaret på den frågan har att göra med hur val inhemska arbitrageverksamhet över olika löptider fungerar. Om även denna är utvecklad, är ett räntoberoende för längre löptider säkerställt.

Diagram 1 Paritetsavvikelse (= svensk ränta - dollarränta - terminspremie) för 30-dagarsplaceringar. Månadsnoteringar 1980-1984



Noteringarna avser inlåningsräntan på euromarknaden. Datas konstruktion beskrivs närmare i ett appendix.

Diagrammen 1 och 2 visar för olika löptider avvikelserna från perfekt ränteparitet, dvs vänsterledet minus högerledet i uttryck (1). Vi ser att bilden är mycket likartad för löptider upp till och med 180 dagar och väljer därför att närmare kommentera ränteparitetsförhållande endast för 30 dagars-placeringar.

Diagram 3 visar hur de tre kompo-

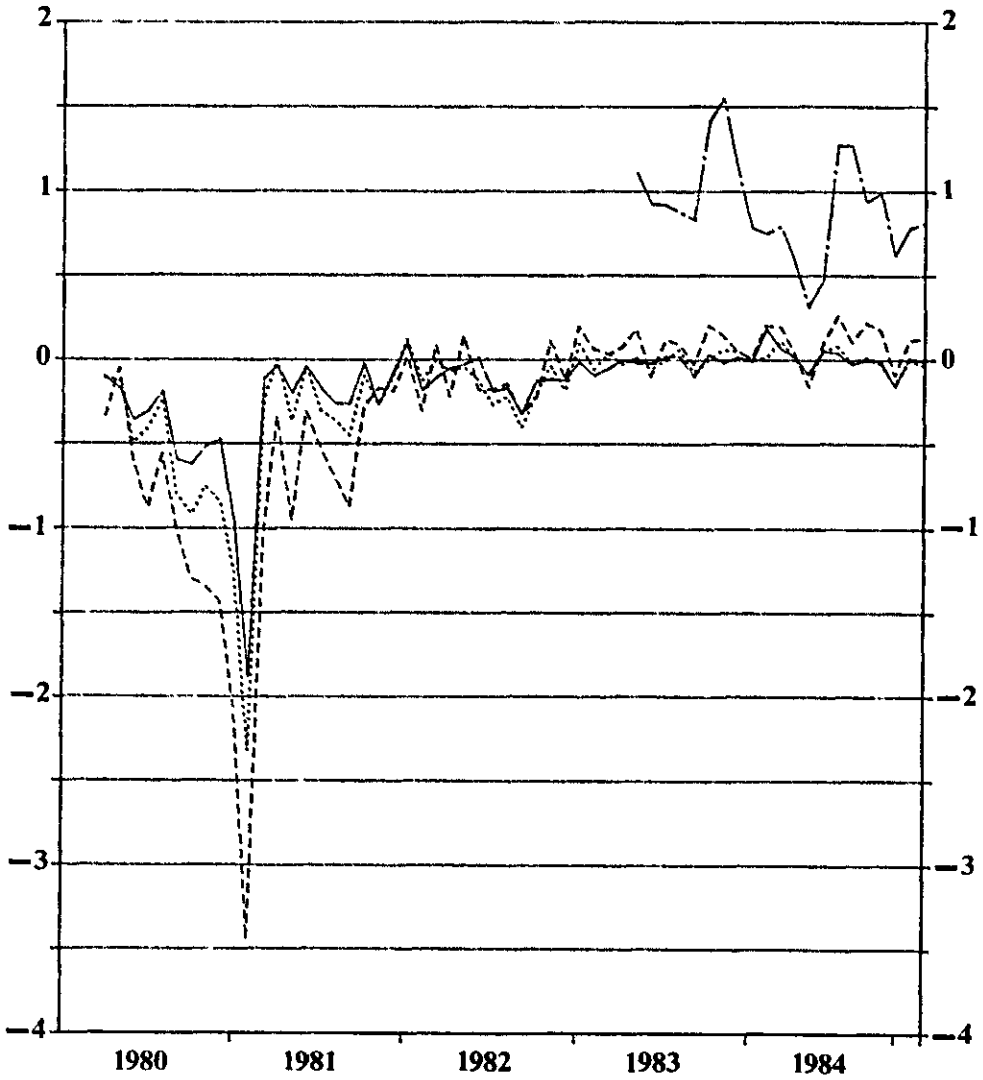
nenterna i uttryck (1) har förhållit sig till varandra. Vi ser att terminspremien under större delen av den studerade perioden har varit positiv, dvs man har fått färre dollar för en krona såld på termin än för en som sålts avista. Samtidigt har kronräntan i allmänhet varit högre än dollarräntan, varför paritetsrelationen i stort sett har varit uppfylld. Under 1983 och 1984 har avvikelserna från ränteparitet varit ytterst obetydliga. De ligger inom det band som erhålls om vi enbart

Tabell Valutabankernas utländska tillgångar och skulder fördelade på valutor per 30 september 1980, Mkr

| | USD | GBP | CHF | DEM | ÖVR. | SUM- MA |
|--|------|------|------|------|------|------------|
| Fordringar på valutautlåningar i utländsk valuta | 0,60 | 0,03 | 0,13 | 0,17 | 0,07 | 1,0 |
| Skulder till valutautlåningar i utländsk valuta | 0,61 | 0,04 | 0,12 | 0,15 | 0,08 | 1,0 |
| Krediter till valutautlåningar i utländska valutor | 0,57 | 0,08 | 0,07 | 0,13 | 0,14 | 1,0 |
| Valutakonton för valutautlåningar | 0,60 | 0,04 | 0,01 | 0,23 | 0,12 | 1,0 |

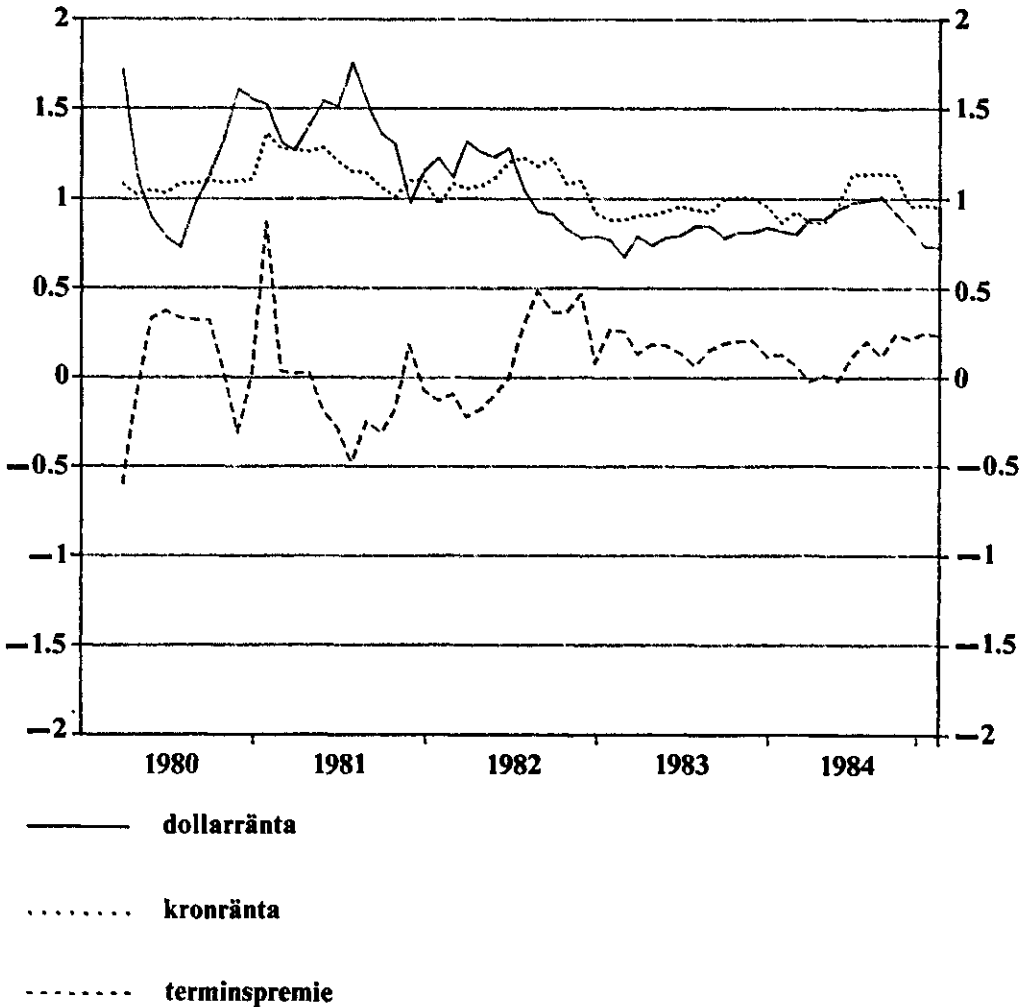
Källa: SOU 1980:51 sid 89.

Diagram 2 Paritetsavvikelser för 60-, 90-, 180- respektive 360-dagarsplaceringar. Månadsnoteringar 1980-1984



- 60 dagar
- 90 dagar
- 180 dagar
- . - . - 360 dagar

Diagram 3 Räntor och terminspremie på 30 dagar.
Månadsnoteringar 1980–1984



tar hänsyn till den transaktionskostnad som ligger i differensen mellan köp- och säljkurser på valutamarknaderna. Eftersom denna ligger mellan 0,10 och 0,15 procent av avistakursen är således detta band $\pm 0,10$ till $0,15$ procent.³ Det är det minsta tänkbara bandet och det skulle gälla om transaktionskostnaderna på respektive penningmarknader vore lika stora, om transaktionskostnaderna utöver differensen mellan köp- och säljkurs på valutamarknaden vore negligerbara samt om valutareglering

och andra kapitalkontroller ej vore bindande.⁴ Det finns skäl att tro att alla dessa tre villkor varit uppfyllda för 1983

³ Detta band är i stort sett lika stort för alla löptider upp till sex månader. Det innebär att det omräknat till årsränta blir sex gånger så stort för en 30 dagars som för en 180 dagars ränta. Observera att räntor, terminspremier och paritetsavvikelser i diagrammen genomgående är beräknade över en horisont som sammanfaller med löptiden. 30-dagarsräntorna i diagram 3 är således $1/12$ av motsvarande årsränta.

⁴ För en närmare diskussion av hur olika former av transaktionskostnader bidrar till att bestämma bandets bredd se Levi [1983].

och 1984. För det första var penningmarknaden redan några månader efter det statsskuldväxlarna introducerats nere i transaktionskostnader i nivå med de internationella marknaderna. För det andra kan övriga hanteringskostnader på valutamarknaderna generellt anses vara obetydliga. För det tredje har troligen den svenska valutaregleringen idag liten praktisk betydelse när det gäller att förhindra transaktioner på marknader med löptider upp till ett halvår. Detta påstående kräver en närmare diskussion av hur valutaregleringen fungerar.

Valutaregleringen

Sedan 1979 lägger valutaregleringen i stort sett inga hinder för företag med utlandsaffärer att refinansiera sina exportkrediter genom upplåning (och eventuell terminssäkring) på de internationella marknaderna. Det finns därför alla skäl att räkna med att arbitrage relationen sätter en *övre* gräns för den svenska räntan. Däremot är reglerna i formell mening väsentligt mera restriktiva vad gäller *placeringar* i (dvs lån till) utlandet. En svensk importör tillåts inte placera de medel han erhållit i form av betalningskredit på de internationella marknaderna. Det är därför inte lika uppenbart att det finns någon av arbitrage relationen bestämd *undre* gräns för räntan på kronan.

Frågan är om asymmetrin i valutaregleringen i praktiken har så stor verkan. Detta gäller särskilt mot bakgrund av de svenska företagens snabba internationalisering på senare år. För det första kan transaktioner inom internationella koncerner mellan moderbolag och dotterbolag i olika länder svårligen kontrolleras. För det andra är exportföretagen oförhindrade att *minska* sin utlandsrefinansiering⁵, vilket ger samma effekt som ökade utlandsplaceringar om man betraktar aggregerade nettoströmmar. Eftersom både valuta- och

penningmarknaderna är väl fungerande marknader med låga transaktionskostnader och utlandsaffärerna i stora svenska exportföretag är av sådan omfattning, borde de portföljomplaceringar som behövs för att eliminera arbitragevinstmöjligheter i *normala* fall kunna ske snabbt och utan hinder av valutaregleringen. Om det av någon anledning behövs massiva flöden för att åstadkomma detta kommer valutaregleringen förr eller senare att verka bindande. Tyvärr har vi föga kunskap om *hur* *massiva* dessa flöden behöver vara.

Räntearbitrageverksamheten verkar således ge oss ett ganska snävt band för 1983–1984 för löptider upp till 180 dagar.⁶ Däremot ser vi att arbitrage relationen inte alls håller för 360-dagarsplaceringar under denna period. Kurvan ligger konsekvent klart över nollinjen. 360-dagarsmarknaden visar tydligt effekterna av en bindande valutareglering. För att få tillstånd att agera på de internationella marknaderna för denna löptid ställs mycket specifika krav. Bl a skall företaget ha givit (eller erhållit) en leverantörskredit på minst ett år. Vidare skall företaget kunna visa att denna kredit inte strider mot gängse branschpraxis. Tillståndsvillkoren är strängt tolkade av riksbanken. Det är därför få företag som kan eller vill handla på 360-dagarsmarknaden. De företag som verkligen agerar blir alltför påpassade för att kunna utnyttja eventuella arbitragemöjligheter.

Åren 1980-1982 uppvisar klart större avvikelser från ränteparitet. För 30-dagarspapper är avvikelserna i början av 1981 så stora som en procentenhet och

⁵ Visserligen är fortida återbetalning av lån ej tillåten, men det totala beståndet av lån kan ändå minskas om företagen avstår från att ta upp nya lån i takt med att gamla förfaller.

⁶ En alternativ tolkning till att ränteparitet i det närmaste råder är att riksbanken under denna period speciellt månat om att de inhemska rantorna skulle följa de utländska och att man varit framgångsrik vad gäller räntestyrringen.

Diagram 4 Paritetsavvikelse för 30-dagarsplaceringar.
Dagsnoteringar dec 1980—febr 1981

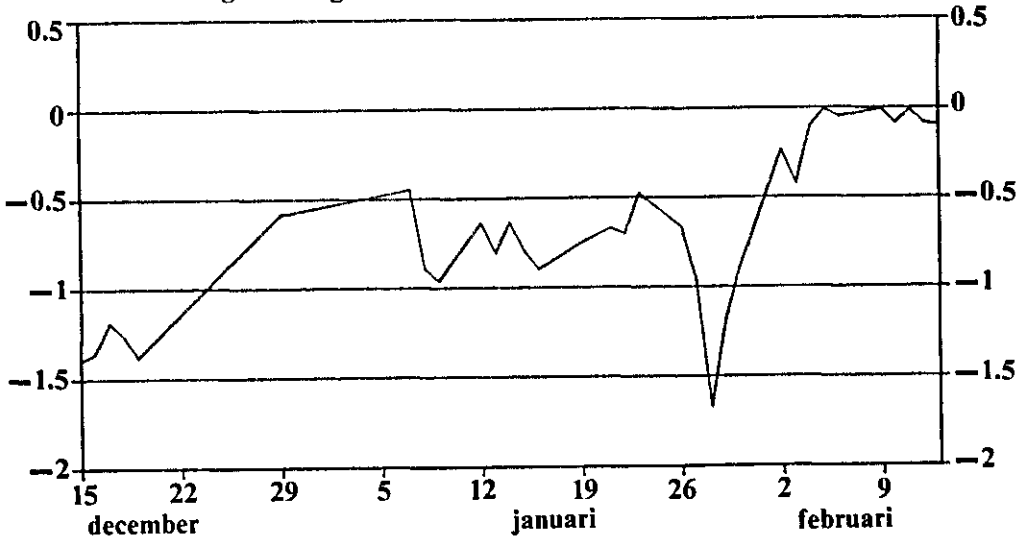
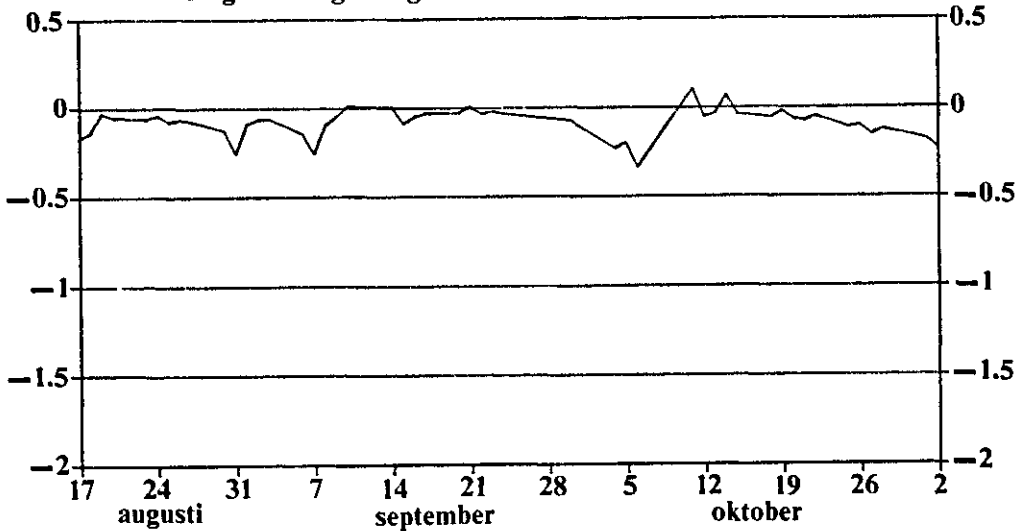


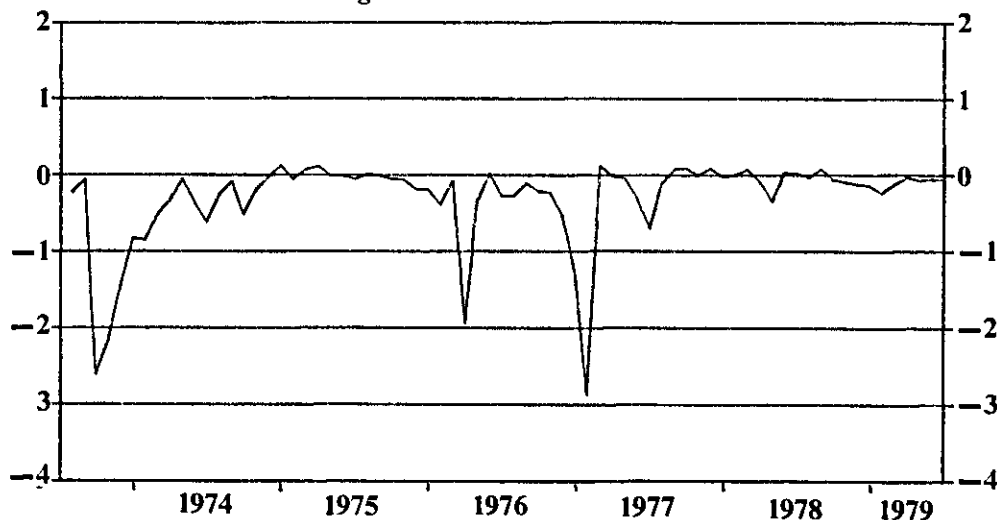
Diagram 5 Paritetsavvikelse för 30-dagarsplaceringar.
Dagsnoteringar aug—okt 1982



under stora delar av 1980 och 1981 ligger noteringarna utanför det minimala band vi definierade ovan. Under 1982 hamnar vi även efter introduktionen av statsskuldväxlarna något utanför detta band i samband med devalveringen i oktober. Uppenbarligen var det band inom vilket förhållandet mellan ränte-

differens och terminspremie kunde ligga utan outnyttjade arbitragevinstmöjligheter väsentligt större under de första tre åren av 1980-talet än under 1983—84. Orsakerna har vi redan berört. Den svenska penningmarknaden kom inte i gång på allvar förrän statsskuldväxlarna introducerades. De högre transak-

**Diagram 6 Paritetsavvikelse för 30-dagarsplaceringar.
Månadsnoteringar 1974—1979.**



tionskostnaderna på den inhemska penningmarknaden är en faktor som troligen är tillräcklig för att förklara de flesta avvikelserna från fullständig ränteparitet. Den stora avvikelsen i samband med valutakrisen i januari 1981 kan dock knappast förklaras på annat sätt än med att kapitalflödena blev så massiva att valutaregleringen verkligen blev definitivt bindande. Man frågar sig om vi inte också senare haft anledning att vänta oss lika stora kapitalflöden t ex i samband med de två devalveringarna. Om detta varit fallet, varför har inte valutaregleringen varit lika bindande som 1981? Vi kan tyvärr inte svara på dessa frågor, eftersom vi i statistiken inte kan urskilja de kapitalflöden som orsakats just av räntedifferenser på de korta marknaderna. Man kan dock tänka sig att det, trots att valutaregleringen i formell mening var densamma under hela perioden, tog en viss tid för aktörerna att genomskåda systemet och våga utnyttja de nya möjligheter som gavs efter förändringen av valutaregleringen 1979.

Det förtjänar att framhävas att avvikelsen från paritet under januari 1981

var varaktigt stor under ett par månaders tid (*se diagram 4*). Det är således inte fråga om enstaka dramatiska dagsnoteringar. Avvikelserna försvann först in i februari sedan den svenska straffräntan och kassakravet på bankerna höjts den 21 respektive 26 januari och dollarräntan börjat falla. Jämför detta med sifferserien för veckorna omkring devalveringen den 6 oktober 1982 (*diagram 5*). Här är det fråga om ett par dagars krusning i ett mycket stilla diagram.

I *diagram 6* har vi kompletterat bilden av utvecklingen på 80-talet med motsvarande siffror för 30-dagarsplaceringar för perioden 1974—1979.⁷ Som nämnts ovan är vi här tvungna att använda betydligt osäkrare data för den svenska penningmarknaden. Räntan på finansväxlar, som använts här, ger förutom att den statistiska tillförlitligheten är låg en mycket approximativ uppfattning om avkastningen på med internationella placeringar jämförbara alternativ i Sverige. Bilden är emellertid

⁷ I tidigare diskussioner av det svenska ränteberoendet, se t ex Englund och Wallander [1983], användes data för specialinlåningen. Bilden blir i stort sett densamma.

tydlig. Paritetsavvikelserna är större och mera frekventa än under 80-talet.⁸

Terminspremien och växelkursförväntningarna

Den genomgång vi gjort av den empiriska bilden vad gäller kurssäkrad ränteparitet visar tydligt att avvikelserna från fullständig paritet har minskat väsentligt alltsedan 70-talet för att idag ligga i närheten av sin minimala nivå. I någon mening måste denna utveckling kunna tolkas så att utrymmet för penningpolitiskt motiverade variationer i de korta räntorna också minskat.

Det är emellertid viktigt att inse att givna utlandsräntor och fullständig kurssäkrad ränteparitet inte är liktydigt med fullständigt ränteberoende. Antag att riksbanken försöker pressa upp det inhemska ränteläget genom penningpolitiska åtgärder. Detta är uppenbarligen möjligt om terminspremien stiger i motsvarande mån. Då gäller ju fortfarande kurssäkrad ränteparitet. Frågan är då om terminspremien kan fungera som buffert på detta sätt eller om detta får andra konsekvenser. Svaret är att terminspremien inte rimligen kan betraktas som helt oberoende av marknadens förväntningar om avistakursens utveckling. Om marknaden har en mycket bestämd och entydig uppfattning om den framtida avistakursen och denna väsentligt understiger den rådande terminskursen, kommer följande spekulationsaffär att bedömas vara lönsam: Sälj valuta på termin, för att sedan köpa till den förväntade lägre avistakursen och göra en vinst. Om inga hinder finns för sådan spekulationsverksamhet, kommer terminskursen snabbt att pressas ned till en nivå, där sådana affärer inte längre bedöms vara attraktiva.

Det finns föga som talar för att inte ett sådant samband mellan termins- och avistakurser skulle existera i Sverige.

Även om valutaregleringen har som främsta syfte just att stävja korta spekulationsaffärer är det i praktiken omöjligt att skilja spekulationsmotivet från andra motiv att agera på valuta- och penningmarknaderna. Läroböckernas traditionella tredelning vad gäller motiven till aktioner på terminsmarknaden, nämligen spekulering, arbitrage och kurssäkring av utrikeshandelsaffärer ("hedging") har visserligen ett pedagogiskt värde. Men den är missvisande i så måtto att den ger en föreställning om att det skulle vara fråga om olika typer av *aktörer*. I själva verket kommer normalt varje enskild aktör att påverkas av alla dessa tre motiv i sitt handlande. Ett exportföretag vill kurssäkra ("hedge") en affär. Det kan som vi sett ske på i princip två olika sätt. Valet mellan dem är arbitragörens. Vidare gör företaget en bedömning av huruvida den "försäkringspremie", som man får betala för terminssäkring är värd priset. Kan ske föredrar man med de bedömningar man har av växelkursutvecklingen att åtminstone låta en del av valutaintäkterna vara ogarderade, vilket skulle innebära en spekulationsaffär. Mot bakgrund av den tidigare analysen av möjligheterna till arbitrageaffärer är det svårt att se att valutaregleringen skulle verka så mycket mera restriktivt vad gäller spekulationsaffärer. Det finns med andra ord ingen anledning att tro att terminspremien ens på kort sikt skulle bestämmas oberoende av marknadens förväntningar om avistakursens utveckling.

Låt oss nu dra ut kontentan av detta resonemang. Antag först att placeringarna inte skulle kräva kompensation för den risk det innebär att ta öppna valutapositioner, dvs att de vore riskneutrala. Det

⁸ I McPhee [1984] finns en undersökning av ränteparitetsrelationen för D-märksplaceringar, med resultat som inte avviker nämnvärt från de här redovisade. Denna uppsats innehåller även vissa statistiska test av ränteparitetsvillkoren.

skulle innebära att de inte vore villiga att betala någon "försäkringspremie" för ett terminskontrakt, och att terminskursen således vore lika med den förväntade avistakursen. Alltså skulle följande samband gälla

terminspremie = förväntad avistakursförändring⁹ (2)

Det är emellertid rimligt att anta att de flesta placerare kräver kompensation i form av en riskpremie för att ta den valutarisk som en spekulationsaffär innebär. Vi skriver därför om ovanstående relation som

terminspremie = förväntad avistakursförändring + riskpremie (3)

Vi ser nu att det finns två relationer, (1) och (3), som båda synes bestämma terminspremien. Samspelet mellan dessa ger ett uttryck för graden av *ränteberoende*. Antag att såväl riskpremien som förväntningarna om avistakursens utveckling är oberoende av den svenska räntepolitiken. Då kan vi uppenbarligen, enligt (3), inte påverka terminspremien, och via kurssäkrad ränteparitet (1) kommer denna att bestämma den inhemska räntan. I ett sådant fall är den svenska räntan helt utlandsbestämd

svensk ränta = utländsk ränta + förväntad avistakursförändring + riskpremie (4)

Slutsatsen att räntan är helt utlandsbestämd bygger alltså på att samtliga poster på högersidan av (4) är bestämda utanför Sveriges gränser. Så är inte självklart fallet, vilket kan illustreras med ett enkelt exempel. Riksbanken har med penningpolitiska åtgärder drivit upp den svenska räntan och därigenom via kurssäkrad ränteparitet också terminspremien. Vid givna växelkursförväntningar och riskpremie är detta

oförenligt med (3) och det kommer därför att göras spekulativa placeringar i svenska kronor (svenska placerare kommer att dra ned sin utlandsupplåning). Härigenom *kan* den genomsnittliga placerarens portfölj komma att uppfattas som mer riskfylld och det kan därför tänkas att marknaden kommer att kräva en större riskpremie. I så fall skulle den högre svenska räntenivån kunna bibehållas, eftersom den motsvaras av en högre riskpremie.

Om riskpremien är variabel på det sätt som skisserats skulle det alltså finnas utrymme för en viss, åtminstone kortsiktig, självständighet i den svenska räntepolitiken. Tyvärr vet vi inte om denna mekanism är betydelsefull i verkligheten. Internationell forskning, t ex Fama [1984], har påvisat förekomsten av en riskpremie. Däremot har man inte lyckats belysa om det finns några faktorer som systematiskt påverkar dess storlek.

A priori finns det knappast skäl att tro att riskpremien skulle kunna ändras särskilt mycket till följd av valutaflöden. För det första är antalet potentiella aktörer mycket stort med bl a multinationella företag med mycket stora finansiella resurser. Dock kan den svenska valutaregleringen här spela en roll genom att den reducerar antalet aktörer. För det andra behöver en stor position i en enskild valuta inte nödvändigtvis vara riskfylld inom ramen för en lämpligt diversifierad portfölj.

Vår bedömning är därför att de korta svenska räntorna i stort sett är utlandsbestämda, dvs att ingen av posterna på högersidan av uttryck (4) kan påverkas av den svenska räntepolitiken. Denna syn strider kanske mot den uppfattning som många aktörer på marknaden har. Många upplever det nog som att t ex en riksbanksaktion för att höja den sven-

⁹ Premien skulle vara positiv om kronan förväntades depreciera mot den utländska valutan.

ska räntan *leder till* en höjd terminspremie. Detta kan naturligtvis vara korrekt i ett mycket kort perspektiv, men man bortser då från återverkningarna via samspelet mellan premien och växelkursförväntningarna.

Slutsatser

Den empiri som redovisats visar tydligt att det utrymme för inhemska räntevariationer som kurssäkrat räntearbitrage tillåter har minskat väsentligt under de senaste tio åren och speciellt under 80-talet. Det band inom vilket arbitrageverksamhet på grund av transaktionskostnader ej är lönsam ger dock även i ett system utan valutakontroll och med väl fungerande marknader en viss ränteaunomi på de korta marknaderna (se not 3). Variationer i den riskpremie, som placerarna kräver för att ta öppna valutapositioner, kan eventuellt ytterligare förstärka det inhemska ränteberoendet. Terminspremien skulle då fungera som buffert. Vår brist på kunskap om vad som påverkar denna riskpremie gör det dock svårt att i praktiken systematiskt utnyttja den möjligheten i penningpolitiska syften.

Ränteberoendet innebär emellertid inte att de svenska *nominal*räntorna inte kan avvika från omvärldens. Om Sverige skulle föra en politik som tyder på en systematiskt högre inflationstakt i framtiden, kommer detta förr eller senare att

leda till förväntningar om en devalvering av kronan. Eftersom växelkursen på sikt måste påverkas av skillnader i inflationstakt, är det i ett längre perspektiv den svenska *real*räntan som blir beroende av omvärlden.

Detta är därför konsistent med att man i olika sammanhang, t ex den senaste långtidsutredningen, utgår från att Sverige på grund av de stora budgetunderskotten måste hålla högre nominella räntor än omvärlden. Även om vi skulle ha ett visst kortsiktigt oberoende vad gäller räntepolitiken, så som vi har identifierat det ovan, så går det inte att undvika att devalveringsförväntningar på lite sikt slår igenom på räntorna. I den meningen kan inte utlandsberoendet brytas genom regleringar av vare sig valutamarknaden eller av kreditmarknaden i övrigt.

Referenser

- Englund, P., Wallander, J., [1983] "Svar till Lars Wohlin", *Ekonomisk Debatt* Nr 2.
 Fama, E., [1984] "Forward and spot exchange rates", *Journal of Monetary Economics* 14.
 Kvist, A., Nyberg, L., Wissén, P., [1985] *Den svenska penningmarknaden*, SNS.
 Levi, M., [1983] *International Finance*, McGraw Hill.
 McPhee, S., [1984] *Covered interest parity in Swedish capital markets 1974—1984*. Seminarieuppsats, Handelshogskolan i Stockholm.
 Nyberg, L., [1982] "De svenska bankcertifikaten", i *Kreditpolitiken. Fakta, teorier och erfarenheter*, SOU 1982:53.
 SOU 1980:51, *Valutareglering och ekonomisk politik*.

Appendix: Databasen

Månadsnoteringar 1974—1979 (Diagram 6)

1. Eurodollar: 1974—1979
2. Finansväxlar: 1974—1979
3. Växelkurser: 1974—1978
1978—1979

SEB International, inlåningsränta. Ultimo per månad, vid öppnande.
 Finans Vendors finansväxel, utlåningsränta från gjorda affärer, ultimo per månad i mån av tillgänglighet.
 Sveriges Riksbank, medelkurs ultimo per månad.
 SEB International, köpkurs ultimo per månad.

Månadsnoteringar 1980—1984 (Diagram 1—3)

- | | |
|-----------------------------------|--|
| 1. Eurodollar: 1980—1984 | SEB International, inlåningsränta ultimo per månad, kl 10.00. |
| 2. Bankcertifikat: 1980 jan—nov | Svenska Dagbladet, säljkurs, ultimo per månad. |
| 1980 dec | Svenska Handelsbanken, säljkurs, ultimo per månad, kl 10.00. |
| 1981 jan—feb | Svenska Handelsbanken, säljkurs, ultimo per månad, kl 10.00. |
| 1981 jun—dec | Svenska Dagbladet, säljkurs, ultimo per månad. |
| 1981 mars—maj | Svenska Handelsbanken, säljkurs, ultimo per månad, kl 10.00. |
| 1982 | Svenska Handelsbanken, säljkurs, ultimo per månad, kl 10.00. |
| 1983 jan—mars | Svenska Handelsbanken, säljkurs, ultimo per månad, kl 10.00. |
| 3. Statsskuldväxlar: 1983 apr—dec | Svenska Dagbladet, säljkurs, ultimo per månad. |
| 1984 jan—maj | Svenska Dagbladet, säljkurs, ultimo per månad. |
| 1984 jun—dec | Svenska Handelsbanken, säljkurs, ultimo per månad, vid öppnande. |
| 4. Växelkurser: 1980—1984 | SEB International, köpkurs, ultimo per månad, kl 10.00. |

Dagliga noteringar (Diagram 4 och 5)

- | | |
|----------------------------------|--|
| 1. Eurodollar: | Svenska Handelsbanken, utlåningsränta, kl 10.00. |
| 2. Bankcertifikat: 1980—81, 1982 | Svenska Handelsbanken, säljkurs, vid öppnande. |
| 3. Växelkurser: | Svenska Handelsbanken, köpkurser, kl 10.00. |

Ränteberäkningen vad gäller eurodollarplaceringar är annorlunda än den som gäller i Sverige. Eurodollarräntan räknas på exakta antalet dagar i respektive månad, medan den i Sverige räknas som om varje månad hade 30 dagar.

Följande exempel är belysande:

En eurodollarplacering med räntenotering 13,75 per den 1 februari och en månads återstående löptid ger

$$\frac{13,75}{360} \times 28 = 1,069$$

procent i säker månatlig avkastning på det investerade beloppet. Motsvarande svenska placering med samma notering per den 1 februari ger

$$\frac{13,75}{360} \times 30 = 1,146$$

procent i månatlig avkastning på det investerade beloppet. Samtliga räntenoteringar är omräknade på dessa sätt, vilket gör dem fullt jämförbara.