

PETER ENGLUND
SARAH McPHEE
STAFFAN VIOTTI

Svar till Johan Lybeck

Johan Lybeck (JL) är kritisk mot några av de slutsatser han anser att vi dragit i vår artikel *Ränteparitet och ränteberoende* (ED 1985:4). Det bör först sägas att huvudsyftet med artikeln var att diskutera och empiriskt belysa huruvida *kurssäkrad ränteparitet* gäller i Sverige. Resultaten som JL inte har något att invända mot visar att en dramatisk förändring ägt rum i ränteparitetsförhållandena under 80-talet. Avvikelseerna från kurssäkrad ränteparitet är numera, annat än i undantagsfall, så små att de ligger inom det band som erhålles då hänsyn tas till transaktionskostnaderna.

Eftersom stora avvikelser från kurssäkrad ränteparitet är ett *tillräckligt* men inte *nödvändigt* villkor för ränteoberoende, diskuterar vi i slutet av artikeln den betydligt svårare frågan om *icke* kurssäkrad ränteparitet och ränteberoende. Vad vi här gör är närmast en probleminventering och en skiss av hur en analys skulle se ut. Några definitiva slutsatser angående graden av ränteberoende bör egentligen inte dras av denna diskussion. Vi håller därför med JL om att en passus i artikeln fått en olycklig skrivning. Vi skriver att "[v]år bedömning är därför att de korta svenska räntorna i stort sett är utlandsbestämda, d v s att ingen av posterna på högernsidan av uttryck (4) kan påverkas av den svenska räntepolitiken". Om vi tolkar uttryck (4) d v s

svensk ränta = utländsk ränta + förväntad avistakursförändring + riskpremie

i termer av en enskild valuta, t ex dollar, är vårt påstående tämligen invändningsfritt. Det är svårt att apriori identifiera faktorer som systematiskt påverkar riskpremien för icke kurssäkrade dollarplaceringar. Det verkar också svårt att föreställa sig att den svenska räntepolitiken (eller inhemska ekonomisk-politiska åt-

gärder över huvud taget) kan påverka förväntningarna om dollarkursens utveckling gentemot kronan *så länge förtroende för kronans korgindexvärde är oförändrat*. Att detta förtroende kan påverkas genom den ekonomiska politiken är emellertid klart och hogst väsentligt för resonemangen om ränteberoende, och borde ha markerats kraftigare i vår artikel.

Som påpekats i annat sammanhang (Hörngren-Viotti [1985]; se även Hörngren-Vredin [1985]) är det sambandet mellan inhemsk ränta och *korgvägda* utlandsräntor som i första hand bör studeras när man vill göra en bedömning av ränteberoendet. Självklart kan godtycklig inhemsk räntenivå åstadkommas i den utsträckning det är möjligt att systematiskt påverka placerarnas förväntningar om justeringar av valutaindex. Dessutom påverkas den riskpremie som placerarna kräver för att ta en korgvägd icke kurssäkrad position så fort osäkerhet uppstår om valutaindex framtida nivå. Vad som bestämmer denna riskpremie har vi dock mycket liten kunskap om. I den internationella litteraturen har man heller inte kommit längre än att ett flertal studier konstaterat att det existerar en riskpremie. För att göra ett riktigt test på de svenska (korta) räntornas utlandsberoende (vilket sannerligen inte är någon lätt uppgift som JL hävdar), bör man således ha en hypotes om vilka faktorer som systematiskt kan påverka växelkursförväntningar och riskpremie. Med dessa faktorer försöker man så förklara differensen mellan inhemska och utländska räntor. JL konstaterar att bytesbalans- resp. budgetunderskott signifikant påverkar rantedifferensens storlek.¹ Det är inte så för-

¹ JL talar visserligen om att underskotten "forklarar" den inhemska räntebidn. Han bör rimligen mena rantedifferensen.

vånande, eftersom stora (och speciellt plötsliga) bytesbalansunderskott brukar leda till att förtroende för kronans värde försämras. Budgetunderskotten i sin tur är sannolikt positivt korrelerade med bytesbalansunderskotten för den angivna perioden.

Den elementära portföljteori som är utgångspunkt för resonemangen om icke kurssäkrad ränteparitet och som leder fram till uttryck (4) anger att det är *räntedifferensen* som skall förklaras. JL har gjort en fri skattning av utlandsräntan, d v s låtit dess koefficient bestämmas av regressionen istället för att åsätta den värdet ett, och erhåller därvid ett koefficientvärde kring 0,3. Detta ger i och för sig intressant information om hur inhemska och utländska räntor (i detta fall dollarräntan) har samvarierat över tiden. Det är emellertid inget test på ränteberoende utan antyder snarare felspecificifikation genom utelämnande av en eller flera variabler som påverkar växelkursförväntningar och riskpremie och samtidigt är korrelerade med endera inhemska eller utländska ränta. Slutsatsen blir således att det finns ett ränteberoende i den meningen att man alltid kan påverka förtroende för kronan (även om vi inte vet

exakt hur). Dessutom existerar en riskpremie vars relationer bidrar till att avskärma inhemska räntor från utländska, men vars bestämningsfaktorer vi vet ytterst lite om.

Vad slutligen JL's andra invändning beträffar grundar den sig på ytlig läsning. Det är självklart att vi betraktar realräntan som skillnaden mellan nominell ränta och *förväntad* inflation. Eftersom vi i detta sammanhang diskuterar långsiktiga jämviktsförhållanden är det rimligt att utgå ifrån att faktisk inflation är lika med förväntad. De empiriska studier som JL refererar till stöder så vitt vi förstår vår uppfattning att på kort sikt (och det är det enda vi kan observera) kommer skillnader i inflationstakt normalt att domineras av andra faktorer vad gäller bestämning- en av de nominella räntorna.

Referenser

- Hörngren, L. & S. Viotti [1985], "Valutarörelser och penningpolitik — en analys av valutautflödet under våren 1985", *SE-bankens Kvartalskrift* nr 2.
- Hörngren, L. & A. Vredin [1985], "The foreign exchange risk premium: A review and some evidence from a currency basket system". Stencil EFI Handelshögskolan i Stockholm.