

JOHAN A LYBECK*

Ränteparitet och ränteberoende — en kommentar

I en utmärkt artikel i nr 4 av *Ekonomisk Debatt* om den svenska räntans utlandsberoende har författarna Englund, McPhee och Viotti (EMV) dragit tre huvudsatser, nämligen

— att de svenska finansiella marknaderna sedan införandet av fungerande andrahandsmarknader omkring 1982 har en så hög grad av effektivitet att ränteparitets-teoremet gentemot utländska räntor håller. Det innebär att skillnaden mellan svenska och utländska räntor helt och hållet reflekteras i terminspremien på motsvarande valuta,

— att de korta svenska (nominella) räntorna även utan hänsyn tagen till kurssäk-ring är i stort sett utlandsbestämda, samt

— att ränteskillnaderna på lite längre sikt reflekterar skillnaderna i ländernas resp. inflationstakt så att det är realräntan snarare än de nominella räntorna som bestäms i omvärlden.

Den första slutsatsen instämmer jag helt i. Den remarkabla förändringen till det bättre i de finansiella marknadernas effektivitet framgår tydligt i McPhee's utomordentliga uppsats [1984], på vilken EMV bygger. Hennes slutsatser är härvid konsistenta med dem som dragits för tidigare perioder av Oxelheim [1981].

Argumenteringen bakom slutsats nr 2 är emellertid mer suspekt. Slutsatsen att de inhemska nominella räntorna är utlandsbestämda är också mycket lätt att testa, nämligen genom att i en explicit modell söka förklara de svenska korta räntorna som en funktion av utlandets korta ränta och andra relevanta faktorer.

För perioden 1982–84 på månadsbasis visar det sig härvid att det korta svenska ränteläget (3-månaders bankcertifikat för 1982, 3-månaders statsskuldväxlar 1983–

84) anpassar sig till ungefär en tredjedel av rörelsen i Euro-dollar-räntan. Det finns sålunda i varje fall på kort sikt en rätt stor grad av självbestämmande. Det är emellertid *inte* inflationstakten som ger avvikelser mellan svenska och internationella räntor; variationer i inflationstakten saknar signifikant effekt på räntans höjd.¹ I stället är det bytesbalansens saldo och budgetunderskottet som ger högre svenska räntor. En ökning av budgetunderskottet med 1 miljard höjer de korta räntorna med 0,06 procentenheter; större bytesbalansunderskott med 1 miljard höjer räntan med 0,35 procentenheter. Omkastningen från utrikes balans till ett underskott om c:a 10 miljarder kan sålunda förklara en räntestegring med 3,5 procentenheter.

Ekvationens förklaringsgrad (justerad determinationskoefficient) är emellertid bara omkring 0,50. Det finns således stort utrymme för slumpfaktorer, inte minst Riksbankens ryckiga agerande.

Slutsatsen är emellertid att det finns ett mycket större utrymme för en inhemska räntesättning i varje fall på kort sikt än vad EMV förmodar.

Det finns också anledning att vara miss-tänksam mot EMV:s tredje slutsats om internationellt bestämda realräntor, även om EMV är försiktiga nog att tala om "i ett längre perspektiv". Det perspektivet måste nog i så fall vara mycket långt, säg minst 10 år.

Snarare är det så att flera moderna artiklar visat på mycket stora avvikelser mellan realräntor i olika länder även på flera års sikt. Se t ex Fama och Gibbons

* Professor Sparbankernas Bank, Stockholm.

¹ Detta är samma slutsats som drogs i Lybeck [1975] för 1950- och 1960-talen.

[1982] och Mishkin [1984]. Deras slutsats är att de nominella räntorna har mycket större tendens att utjämnas än de reala. Detta är också vad vi skulle vilja tro, nämligen att de finansiella marknaderna anpassar sig snabbare än varumarknaderna på så vis att inflationstakten i större utsträckning än räntan tillverkas internt, varvid realräntorna kommer att avvika relativt mer från varandra än de nominella räntorna internationellt sett, inte tvärtom som EMV tror. Samma slutsats för svenska erfarenheter under tidigare perioder har dragits av Genberg [1975].

Problemet kompliceras dock av att EMV använder begreppet realränta på ett konstigt sätt, nämligen som nominell ränta minus faktisk inflation. Det korrekta tillvägagångssättet är att dra bort förväntad inflation. Som visas av t ex Atkinson och Chouraqui [1985], Jonung [1981] och Papadia [1984] är resultatet för det vi kallar "realränta" sannerligen inte detsamma. Den slutsats man kan dra från dessa studier är att räntorna anpassar sig relativt väl till den *förväntade* inflationen på sikt, men att det finns stora avvikelser mellan faktisk och förväntad inflation.

Referenser

- Atkinson, P. och Chouraqui, J.-C. [1985], "Real Interest Rates and the Prospects for Durable Growth", OECD Economics and Statistics Department, Working Paper no 21.
- Fama, E.F. och Gibbons, M.R. [1982], "Inflation, Real Returns and Capital Investments", *Journal of Monetary Economics* Vol 8, juli.
- Genberg, H. [1975], "Aspects of the Monetary Approach to Balance-of-Payments theory: An Empirical Study of Sweden", i J.A. Frenkel och H.G. Johnson, red., *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Allen & Unwin, London.
- Jonung, L. [1981], "Perceived and Expected Rates of Inflation in Sweden", *American Economic Review* Vol 71, nr 5.
- Lybeck, J.A. [1975], *A Disequilibrium Model of the Swedish Financial Sector*. EFI, Stockholm.
- Oxelheim, L. [1981], *Foretagens utlandslån*, Liber Laromedel, Malmö.
- McPhee, S. [1984], "Covered Interest Parity in Swedish Capital Markets", trebetygsuppsats, Handelshögskolan.
- Mishkin, E.S. [1984], "The Real Interest Rate: A Multi-Country Comparison", *Canadian Journal of Economics* Vol 17, maj.
- Papadia, F. [1984], "Estimates of Ex-ante Real Rates of Interest in the EEC Countries and the United States", *Journal of Money Credit and Banking* Vol 16, augusti.