

Specialstudie I

Finansiell integration och räntespridning

Lars Oxelheim

Bakgrund

Kopplingen mellan internationella finansiella marknader har ägnats stor uppmärksamhet under de senaste årtiondena. Frågan har främst gällt graden av utrymme för en självständig, inhemsk, monetär politik.

De studier som presenterats under dessa år är i huvudsak av två slag. Man har å ena sidan valt att studera integrationen mellan internationella finansiella marknader genom att se på räntekänsligheten i finansiella flöden över gränserna. Å den andra sidan har man jämfört avkastningen på likvärdiga tillgångar på olika marknader.

Resultaten av dessa studier, som i huvudsak gällt de allra största OECD-länderna, talar sammanfattningsvis för en betydande koppling mellan olika finansiella marknader. Kopplingen kan dock inte sägas vara tillräckligt stark för att vi skall våga påstå att det föreligger en sådan substituerbarhet mellan tillgångar på olika marknader att inhemsk monetär politik inte längre kan påverka räntesatserna på den nationella marknaden.

I undersökningar från 60- och 70-talet antogs allmänt att räntorna på USA-marknaden var opåverkade av utländskt inflytande. Under senare år har det framkommit resultat (se exempelvis Hartman, 1984) som pekar på att det sedan 70-talets mitt föreligger ett ömsesidigt kausalt samband mellan dessa räntor och motsvarande räntesatser på nationella marknader i Europa (räntetransmission). Denna ömsesidiga påverkan går delvis via eurodollarräntan.

Studiet av räntetransmission är förenat med två stora metodologiska svårigheter. Den ena gäller att mäta marknadens förväntningar av framtida valutakursändringar. Den andra gäller svårigheten att finna räntesatser på olika nationella marknader som är jämförbara i allt utom valet av valuta.

De flesta empiriska undersökningar av räntetransmission har utelutit växelkursförväntningar eller kringgått svårigheten genom att jämföra transmission mellan euroränta och motsvarande nationella räntesats. Den vanligaste räntesatsen i tidigare studier av räntetransmission är räntan på skattkamarväxlar. Det finns många förespråkare för att denna räntesats erbjuder den största likheten mellan länder med avseende på politisk och finansiell risk.

En studie av Sveriges finansiella marknader

Vi har i vår studie (Oxelheim, 1985b) av integrationen av svenska marknader och överföring av internationella effekter till svenska räntor beaktat växelkursförväntningar. Avsaknaden av en formell eurokronränta gör det inte möjligt att kringgå svårigheten att skatta denna komponent. Växelkursförväntningarna ingår i en modellansats som är baserad på Fishers internationella effekt (Fisher, 1896), vilken beskriver kopplingen mellan räntedifferential och förväntad växelkursändring.

De räntesatser som studerats för perioden 1974-84 är diskontot, primräntan, räntan på skattkamarväxel och efter juli 1982 på statsskuldväxel, avkastning på statsobligationer samt avkastning på industriobligationer. Vi har studerat sambandet mellan svenska räntor å ena sidan samt ett uttryck för "världsränteläget" i form av en vägd ränta respektive USA-räntan å andra sidan. Den gradvis minskade administrativa styrningen av den svenska marknaden har motiverat skattningar även på delperioder med syfte att avslöja en ändrad "eftersläpnings"-struktur.

Analys av graden av finansiell integrationen på basis av skillnader i avkastning mellan placeringar på olika marknader kan genomföras på många olika sätt. I vår studie har vi valt de tre angreppssätt som erfarenhetsmässigt visat sig vara de mest givande. Vi har analyserat avvikelser från Fishers öppna relation, från ränteparitet samt byggt en strukturell modell för skillnader i avkastning mellan svenska respektive internationella finansiella marknader.

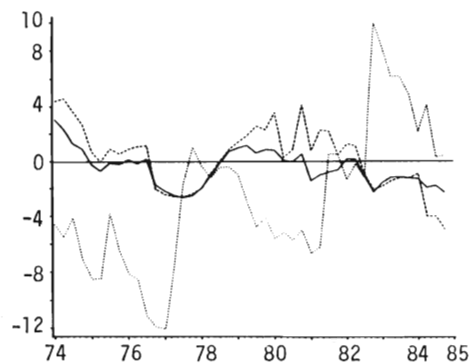
Finansiell integration och räntetransmission - empiriska iakttagelser för Sverige

Vi kan i figur 1 konstatera att skillnaderna mellan diskontodifferentialen och differentialen på primräntor skilt sig åt främst under 1980-81, men att de i övrigt haft en mycket likartad utveckling. Detta kan tolkas så att diskontot kan ses som en i botten liggande baskomponent och att marginalen ovanpå densamma bör vara lika stor i olika länder som ett uttryck för lika risk på en finansiell placering. I figur 1 framgår också att räntedifferentialen gett en otillräcklig kompensation för den växelkursförändring som kunnat väntas som ett minimum på basis av ackumulerad avvikelse från vägd köpkraftsparitet under respektive tremånadersperiod för åren 1974-81.

Sedan devalveringen av den svenska kronan i oktober 1982 har som framgår av figur 2 räntedifferentialen överstigit den ackumulerade avvikelsen från köpkraftsparitet för den svenska kronan. Med den tidsdimension diskontot har kan detta tolkas så att marknaden kräver en riskpremie. Intrycket av ett sådant krav har förstärkts av den svenska diskontohöjning om två procentenheter som ägt rum under våren 1985 och som ånyo ökat räntedifferentialen och "täckningen" av den svenska kronans avvikelse från köpkraftsparitet. Också den ekonometriska analysen ger oss en indikation på förekomsten av en riskpremie och ett ökat beroende av händelser på utländska finansiella marknader. I de strukturella modellerna (se Oxelheim, 1985b) har riskpremien skattats med en

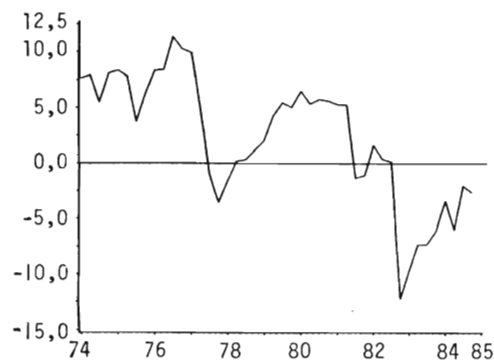
Figur 1 Rättedifferenser och avvikelser från köpkraftsparitet
Procent, månadsobservationer

- Skillnader mellan vägt medeltal för diskontot i större OECD-länder och det svenska diskontot
- Skillnader mellan vägt medeltal för primräntor (tremånaders låneräntor) i större OECD-länder och den svenska räntan
- Den svenska kronans avvikelse från köpkraftsparitet



Figur 2 Balans mellan diskontodifferenser och avvikelser från köpkraftsparitet för SEK
Procent, månadsobservationer

Differenser mellan det vägda diskontot i större OECD-länder och det svenska diskontot minus den svenska kronans avvikelse från köpkraftsparitet



Källa: Oxelheim, L (1985), *International Financial Market Fluctuations*, John Wiley & Sons, Chichester.

funktion för Sveriges nettoställning mot utlandet respektive med ett uttryck för den politiska risk som finns implicit i den relativa storleken på valutaflödet under närmast föregående perioder.

LU (19854, s 130) sätter likhetstecken mellan utländsk och inhemsk ränta under antagandet om fasta växelkurser. Sett ur marknadsperspektivet måste växelkursförväntningar dock inkorporeras, i synnerhet med tanke på de kraftiga paritetsförändringar som skett under den senaste 10-årsperioden. Även utan explicit beaktande av förväntade valutakursändringar ger analysen indikationer på att kopplingen mellan svenska räntor och utländska räntor ökat under de senaste åren framför allt gällande räntorna på penningmarknaden.

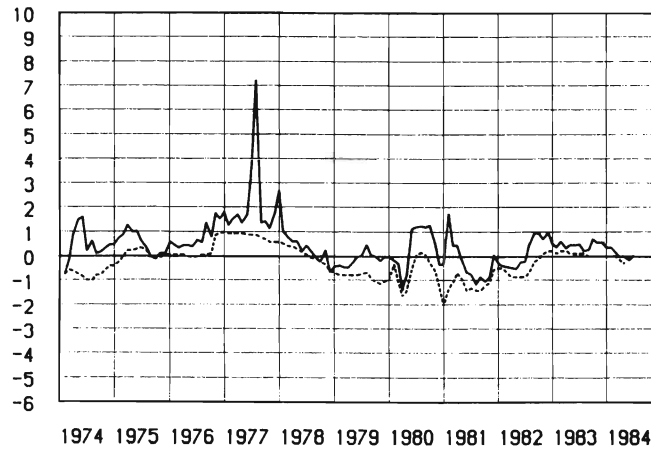
Oxelheim (1985a) visar att antalet möjligheter till säkra vinster genom täckt räntearbitrage¹ mellan finansiella instrument på den svenska marknaden och utländska marknader sannolikt varit stort under den senaste tioårsperioden. Med vinst menas nettovinst efter att hänsyn tagits till transaktionskostnader. Många förklaringar kan lämnas till detta fenomen. En av dessa är just bristande integration av nationella finansiella marknader. Studier av eurovalutor tyder däremot på få möjligheter till säkra vinster genom täckt räntearbitrage mellan tillgångar på euromarknaden. Ser vi till medelvärde och standardavvikelse i avvikelser från täckt räntearbitrage med primräntor så har dessa ur svenskt perspektiv minskat efter den stora räntestörningsomgången 1979-81. Detsamma gäller antalet möjligheter till ekonomiskt signifikanta vinster från ett sådant arbitrage. Förhållandet illustreras av figurerna 3-5. De skillnader som visuellt fortfarande består kan i de flesta fall motiveras med förekomsten av transaktionskostnader, som i det mest utvecklade arbitrageförhållandet innehåller kostnader för ett antal deltransaktioner.

¹ Med täckt räntearbitrage avses transaktioner med syfte att exploatera skillnaden mellan inhemsk ränta och någon motsvarande internationell ränta i terminssäkrad form.

Figur 3 Avvikelser från ränteparitet, SEK/USD

Månadsdata, procent per kvartal

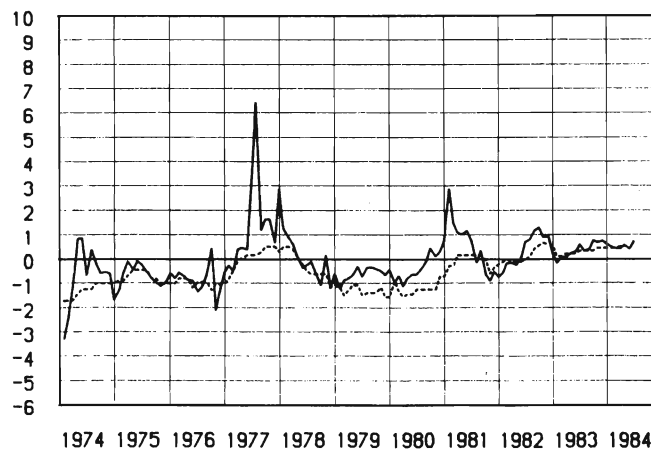
— tre månaders terminspremie/diskonto
- - - - - skillnad mellan primräntor (tre månaders låneräntor)



Figur 4 Avvikelser från ränteparitet, SEK/GBP

Månadsdata, procent per kvartal

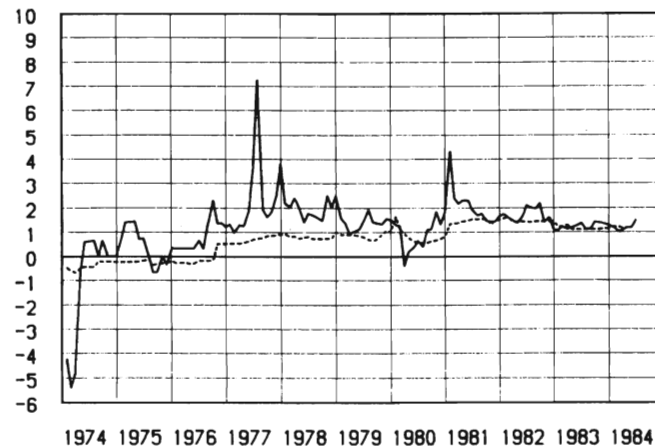
— tre månaders terminspremie/diskonto
- - - - - skillnad mellan primräntor (tre månaders låneräntor)



Figur 5 Avvikelser från ränteparitet, SEK/JPY

Månadsdata, procent per kvartal

— tre månaders terminspremie/diskonto
----- skillnad mellan primräntor (tre månaders låneräntor)



Källa: Oxelheim, L (1985), International Financial Market Fluctuations, John Wiley & Sons, Chichester.

De intryck av ökad grad av integrering som figurerna förmedlar styrks också av resultaten i den ekonometriska analysen. Oxelheim (1985b) redovisas - förutom en analys av avvikelser från täckt räntearbitrage - förklaringsmodeller för olika svenska räntor. Med dessa skattas inflytandet på den svenska räntan från olika bestämningsfaktorer. Oxelheim (1985a) visar på stora ex post avvikelser från Fisher-ansatsen. Här har vi analyserat ränteskillnaden såsom bestående av tre delar av vilka en kan sägas härröra från marknadens förväntningsbildning och en bestående av en riskpremie. Resterande del är ett uttryck för segmenteringsutrymmet. Riskpremien, som vi tidigare fick visuellt belegg för, fångas i modellerna med ett uttryck för finansiell risk eller default-risk och ett uttryck för politisk risk i form av risk för ekonomisk-politiska regleringar.

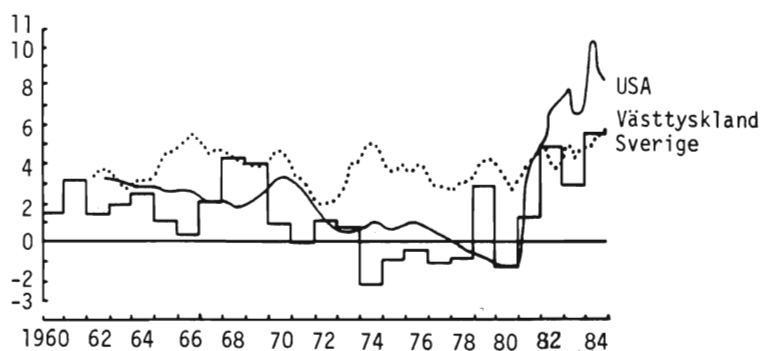
Ekvationerna ger genomgående höga förklaringsgrader, acceptabla Durbin-Watson-värden samt ett antal signifikanta värden på koefficienter med ett ekonomiskt meningsfullt innehåll. Jämförs exempelvis skattningar för delperioder så konstaterar man att segmenteringsutrymmet minskat och förklaringsvärdet ökat från perioden 1978-84 jämfört med perioden 1974-77 indikerande en högre grad av integrering av den svenska finansiella marknaden till den internationella finansiella marknaden. För undersökningsperioden som helhet finns också indikationer på, ceteris paribus, att en procents minskning i svenska nettotillgångar i utlandet - uttryckt i procent av BNP - leder till ett mellan 5 och 9 hundraedels procent högre svenskt ränteläge beroende på räntesats. Sambandet gäller för det intervall inom vilket svenska nettotillgångar i utlandet i procent av BNP varierat under perioden.

Modellen indikerar också att en ändring av "världsräntenivån" fortplantar sig till den svenska marknaden med en viss fördröjning. För huvuddelen av räntesatser sker signifikant överföring med upp till tre kvartals fördröjning.

På fullständigt integrerade marknader med giltighet för den internationella köpkraftspariteten och för Fishers internationella effekt kan realräntorna förväntas vara lika. I ett växelkurssystem likt det svenska uppstår dock temporärt ganska stora avvikelser från köpkraftsparitet, vilka sannolikt beaktas i förväntningsbildningen på marknaden. Korrigeras inte dessa obalanser under den period som räntan speglar, uppstår naturligtvis fluktuationer i den faktiska realräntan över tiden. Stora ex post skillnader i realräntor mellan valutor kan också konstateras i figur 6. Här gäller det långa placeringar och där avvikelser i realräntor kunnat uppstå genom att avvikelser från köpkraftsparitet kunnat försvaras med förändringar i räntor på kortare placeringar. Många ser ex post avvikelser i realräntor som indikation på bristande integration. Sådana avvikelser är dock svårtolkade.

I de flesta modellansatser över den svenska ekonomin antages den svenska räntan vara exogent bestämd. (Se Lybeck m fl, 1984.)

Figur 6 Realavkastning på industriobligationer



Anm: För Västtyskland och USA ges den effektiva långtidsräntan på industriobligationer. Den är deflaterad med årliga genomsnitt på konsumentprisindex. För Sverige ges den lägsta emissionsräntan, också den deflaterad med konsumentprisindex.

Källa: OECD, IUI.

"Small country"-antagandet anses ofta vara en god approximation för Sverige. Aliber (1978) konstaterar dock att inget land kan betraktas som tillräckligt litet för att detta antagande skall anses vara en giltig approximation. Min analys tyder sammanfattningsvis på att det fortfarande finns ett visst, men sett över den senaste 10-årsperioden påvisbart minskat utrymme för en oberoende monetär politik i Sverige.

REFERENSER

- Aliber, R, 1978, The Integration of National Financial Markets: A Review of Theory and Findings, Weltwirtschaftliches Archiv, Band 114, Heft 3, s 448-480.
- Hartman, D, 1984, The International Financial Market and US Interest Rates, Journal of International Money and Finance, 3, s 91-103.
- Lybeck, J, m fl, 1984, A Comparison of the Dynamic Properties of Five Nordic Macroeconometric Models, Scandinavian Journal of Economics 86 (1), s 35-51.
- Oxelheim, L, 1985a, International Financial Market Fluctuations, John Wiley & Sons, Chichester.
- Oxelheim, L, 1985b, Finansiell integration och räntespridning, IUI.