

## IV Den internationella räntespridningen till Sverige

av Lars Oxelheim

### Ökad integration mellan världens finansmarknader

Den direkta finansiella integrationen mellan världens olika marknader har ökat. Sveriges öppenhet för handelsflöden, den stora andelen svensk industri i utlandet samt den stora svenska skuldsättningen utomlands gör vårt land mer exponerat för händelser i den internationella finansiella miljön än många andra länder. Med en ökad integration av Sveriges finansiella marknader följer att företagens interna avkastningskrav i allt högre utsträckning följer världsrentelägets utveckling.<sup>1</sup>

Ett sätt att mäta Sveriges finansiella koppling till omvärlden är att studera skillnaden mellan svensk och utländsk ränta samt hur snabbt utländska ränteändringar påverkar den svenska räntan.<sup>2</sup>

### Vilka ränteslag är av intresse?

Räntestudier kan utföras på räntegap för tre slag av räntor – *reala*, *nominella* samt *nominella med utländsk ränta säkrad på terminsmarknaden* för valutor. Med räntestudierna kan vi få mått på tre olika former av finansiell integration – total, direkt resp indirekt finansiell integration. Den totala finansiella integrationen är perfekt, om förväntad realränta i Sverige är lika med den förväntade realräntan i utlandet. När så inte är fallet går det inte att från detta mått avgöra om en bristande integration – segmentering – härrör från kreditmarknaden (direkta orsaker) eller om den kommer från varu- och/eller valutamarknaderna (indirekta orsaker).

Skillnaden mellan *nominella* räntor speglar enligt ekonomisk teori marknadens förväntan om valutakursändringen under ränteperioden. Utöver denna förväntan förklaras gapet mellan nominella räntor av riskpremier av olika slag. Gapet mellan nominella räntor säger något om graden av direkt finansiell integration (kreditmarknadsintegration).

Ett tredje alternativ är att jämföra nationell ränta med *utländsk ränta som säkrats* på terminsmarknaden. Ökad finansiell integration visar sig i minskade avvikelser från internationell ränteparitet, dvs minskade incitament för arbitrage och finansiella flöden över gränserna.

<sup>1</sup> Se vidare Söderstens artikel i denna skrift.

<sup>2</sup> Oxelheim, Lars, 1988, *Finansiell integration – en studie av svenska marknaders internationella beroende*, IUI, Stockholm.

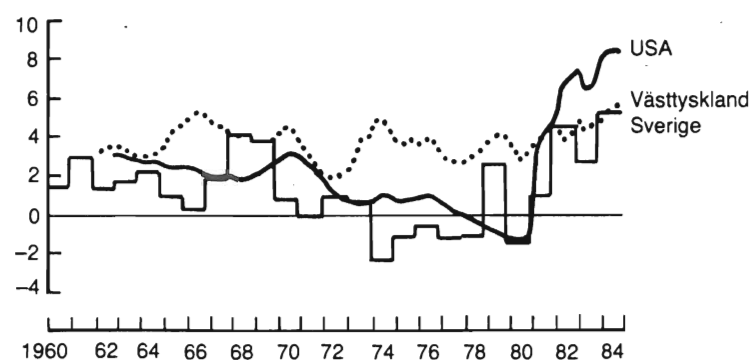
De olika svenska räntesatserna är ej så bundna till varandra att man kan tala om en enhetlig svensk ränta. Därför har flera svenska räntor och deras utländska motsvarigheter tagits med i studien. De räntor som analyseras är diskontot, räntan på skattkamarväxel/statsskuldväxel, räntan till förstklassiga låntagare, avkastningen på statsobligationer samt avkastningen på industriobligationer.

### Hur parallell är realränteutvecklingen?

Den faktiska utvecklingen sedan 60-talets början visar att såväl nivån på de stora OECD-ländernas realräntor som gapet mellan dem i hög grad varierat. Detta framgår av figur 1. Vi har under 1980 haft historiskt höga realräntor och detsamma gäller gapet mellan högsta och lägsta nationella realränta bland OECD-länderna. Med reservation för svårigheten att för långfristiga räntor bestämma förväntad avkastning visar mina beräkningar att den totala finansiella integrationen i OECD-världen minskat under första hälften av 80-talet jämfört med det närmast föregående decenniet. Att den totala finansiella integrationen minskat utesluter dock inte att den direkta finansiella integrationen samtidigt förblivit oförändrad eller till och med ökat. Ökad segmentering av varu- och valutamarknaderna avspeglar sig i form av krav på riskpremier. Stora reala räntegap kan sålunda förekomma trots att perfekt direkt finansiell integration föreligger.

Gapet mellan *svensk* förväntad realränta och det vägda genomsnittet av OECD-ländernas förväntade realräntor resp USAs realränta har varit historiskt högt under 80-talet. Den totala integrationen av Sveriges finans-

**Figur 1 Real avkastning på industriobligationer**



*Anm:* För Västtyskland och USA ges den effektiva långtidsräntan på industriobligationer deflaterad med konsumentprisindex. För Sverige ges den lägsta emissionsräntan deflaterad med konsumentprisindex.

marknader har sålunda minskat. Slutsatsen för svenska marknader blir att vi med de tecken vi har på ökad segmentering av såväl valutamarknad som varumarknad inte kan utesluta att den direkta integrationen av Sveriges finansmarknader har ökat.

Ränteteorin talar om konstanta förväntade realräntor. Mina empiriska studier visar att de i hög grad fluktuerar och att stora nivåskillnader föreligger under längre perioder. Frågan är då om det finns något samband mellan reala ränteändringar i olika länder. Svaret är ja. 70-talet uppvisar såväl signifikanta positiva samband mellan förväntade realräntenivåer som mellan förväntade realränteändringar. Sambanden har dock försvagats under 80-talet. Denna tendens gäller även sambandet mellan svenska realräntor och realräntan i USA resp världsrealräntan. Som exempel kan nämnas att för perioden 1974-78 kan ca 60 % av variationen i förväntad avkastning på svenska industriobligationer förklaras av variationen i motsvarande reala världsränteläge. För perioden 1981-84 är detta förklaringsvärde nära noll. Korrelationsanalyser underbygger vårt tidigare konstaterande att den *totala* finansiella integrationen av svenska finansmarknader minskat.

#### **Vad säger gapet mellan svensk och utländsk nominell ränta?**

Skillnader mellan nationella nominella räntor uttrycker marknadens förväntan om växelkursförändringar samt ersättning för risken att hålla finansiella tillgångar i en viss valuta (valutarisk) och i ett visst land (politisk risk). Dessutom innehåller skillnaden ineffektiviteter av olika slag och vars storlek bestämmer graden av direkt finansiell segmentering

Figur 2 visar, som exempel, gapet mellan nominell avkastning på industriobligationer.

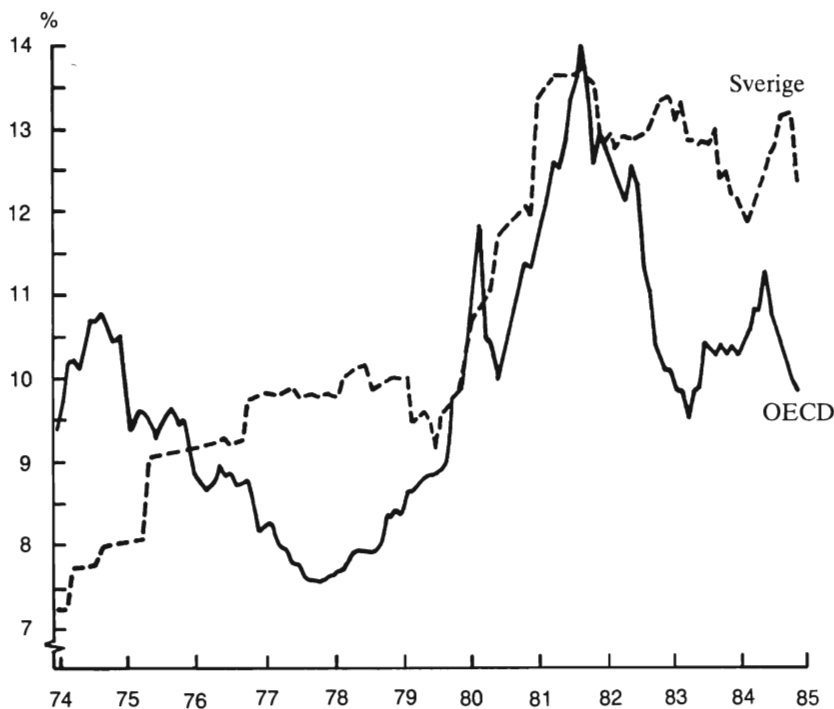
Ett viktigt resultat i studien är att om inte marknadens valutakursförväntan och riskpremien *samtidigt* beaktas kan man inte finna något klart samband mellan svensk nominell ränta och tidigare ändringar i utländsk ränta. För att bestämma detta samband måste vi dels skatta effekterna av minskad integration mellan t ex varu- och finansmarknaderna, dels modellera marknadens valutakursförväntan i form av marknadens krav på riskpremier.

Ett sätt att göra detta är att jämföra svensk nominell ränta med en motsvarande utländsk ränta som säkrats på termin. Vid en sådan jämförelse visar sig ändringar i terminssäkrat "världsraenteläge" förklara 25 % av variansen i svensk ränta fyra månader senare.<sup>1</sup> När alla tidsförskjutna ändringar i terminssäkrat världsraenteläge beaktas blir en försiktig tolkning att dessa totalt kan förklara ca 40 % av variationen i svenska räntor.

<sup>1</sup> Exemplet gäller räntan på skattkamarväxlar/statsskuldväxlar under 1981-84.

**Figur 2** Ränta på svenska industriobligationer vis-à-vis det vägda genomsnittet av motsvarande ränta i de sex största OECD-länderna, 1974–85

Procent per år, observationer i slutet av januari månad resp år.



----- Sverige

———— Vägt genomsnitt<sup>1</sup> av ränta på industriobligationer i USA, Västtyskland, Nederländerna, England, Schweiz och Japan.

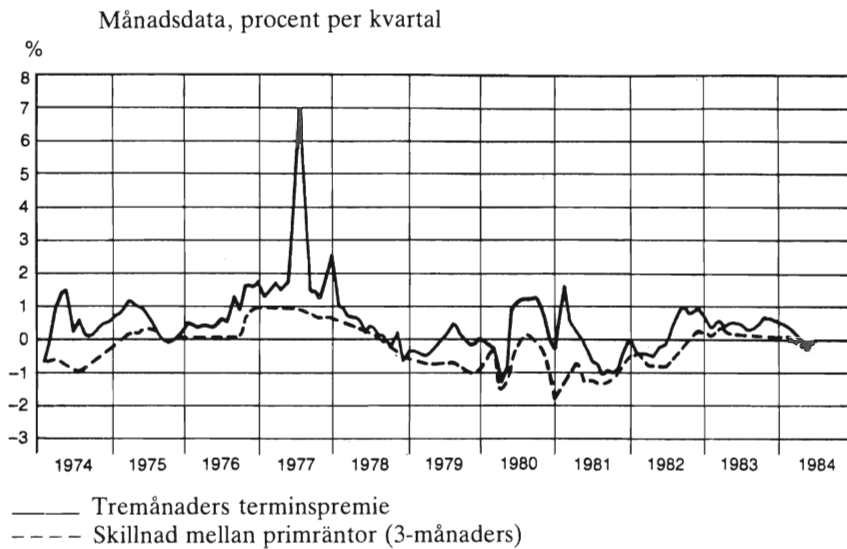
<sup>1</sup> Vägt med bilaterala handelsvikter.

### Finns det möjligheter till säkra vinster genom täckt räntearbitrage?

Finns det för svenska placerare möjlighet till säkra vinster genom att utnyttja skillnaden mellan svensk ränta och någon motsvarande internationell ränta som säkrats på terminsmarknaden för valutor? Studien visar att möjligheten till sådana vinster varit stor under den senaste tioårsperioden. Utvecklingen av arbitragemöjligheter med primräntor speglas i figur 3 av gapet mellan streckad och heldragen linje. En intressant fråga är i vilken utsträckning dessa avvikelser speglar å ena sidan ineffektivitet i marknaden, och å andra sidan effekterna av valutakontroller och politiska risker. För att besvara frågan måste vi modellera marknadens krav på premie för politisk risk.

Medelvärde i "vinstgapet" för de korta räntorna har ur ett svenskt per-

**Figur 3 Arbitragevinstens potentiella storlek, SEK/USD**



spektiv minskat efter de stora räntestöringarna 1979–81. En del av de minskande gapen och vinstmöjligheterna förklaras av uppkomsten av en " fungerande " kort marknad i Sverige, någonting som i sin tur beror av den växande offentliga skuldsättningen. En stor del av minskningen av utrymmet för säkra arbitragevinster kan också förklaras av att marknaden genom ökad datorisering blivit effektivare. Ett argument för ökad effektivitet är att de krympande gapen sammanfaller i tiden med att pengar blivit dramatiskt dyrare.

Min slutsats med hänsyn både till storleken på samvariationen och till mönstret för tidsförskjuten inverkan från terminssäkrad utländsk ränta är att svenska räntor i ökad utsträckning styrs av världsrenteläget, dvs av det vägda genomsnittet av OECD-räntor.

#### **Modellbaserade slutsatser om den direkta finansiella integrationen**

För att kunna analysera den direkta finansiella integrationen måste inflytandet från olika marknader modelleras. Jag har i min studie genomfört analys av en modell i form av en utvidgning av Fishers internationella effekt. Modellen utgår från observationer av förväntningsbildningen på marknaderna och spjälkar upp räntegapet i dess beståndsdelar. Genom att jämföra modellskattningarna för perioden 1974-84 med dem för 1979-84 kan vi uttala oss om hur graden av direkt finansiell integration ändrats.

För perioden 1974-84 tyder avvikelserna från jämförbart världsrenteläge på ineffektiviteter i de svenska finansmarknadernas räntesättning. Svenska noteringar för statsobligationer och i viss mån industriobligationer har le-

gat klart över motsvarande världsnotering under det att övriga svenska räntor legat under världsrentan. För perioden 1979-84 minskar gapet till världsrentan något, vilket alltså indikerar att den direkta integrationen ökat.

Slutsatsen blir att de (fem) olika marknaderna varit klart separerade vad beträffar räntesättningen under perioden 1974-84 som helhet, men att integrationen av räntesättningen ökat något under perioden 1979-84.

### **Svensk ränteautonomi ringa**

Analyserar vi ineffektiviteterna närmare finner vi dem till större delen bero på höga transaktionskostnader. Den svenska ränteautonomin är sålunda ringa eller obefintlig för undersökningsperioden som helhet, dvs det genomsnittliga gapet mellan svensk och utländsk ränta är inte signifikant skilt från noll när riskpremier, transaktionskostnader och valutakursförväntan beaktats. Vissa temporära segmenteringsmöjligheter har dock funnits. Riksbanken har lyckats fördröja genomslaget i Sverige av utländska ränteändringar. För perioden 1979-84 kan dock inte någon motsvarande fördröjning spåras. Däremot visar sig för denna period en av de fem studerade marknaderna ha varit relativt isolerad från inflytande från världsrentan.

Den ökande direkta finansiella integrationen innebär att finanspolitiken framöver kommer att få en allt större roll i den ekonomiska politiken i Sverige.

### **Svenska avkastningskrav bestäms på världens finansmarknader**

Den empiriska analysen visar att ändringar i inflationsförväntningar i Sverige, som klassisk teori hävdar, inte fullt ut speglas av höjda eller sänkta nominella räntor. Det är snarare realräntan och förväntad inflation som samvarierar. Att realräntan – till skillnad från vad klassisk teori föreskriver – varierar mellan länderna beror på att den i en liten öppen ekonomi bestäms av den *förväntade* reala ränta som internationella marknader kan erbjuda. Avvikelsen från köpkraftsparitet, riskpremier samt den internationella realräntan bestämmer då det enskilda landets inhemska kapitalförrentningskrav. Valutaförväntan och premier kan påverkas lokalt, däremot ej världens realräntenivå. För att förstå räntekopplingen måste vi beakta och kvantifiera dessa storheter.

### **Valutaregleringen höjer Sveriges räntekostnader utan att öka Sveriges penningpolitiska självständighet**

En intressant iakttagelse är att modellskattningarna visar att marknaden kräver en politisk riskpremie på genomsnittligt tolv hundraedels procent,

dvs tolv punkter för varje procentenhet de svenska nettotillgångarna i utlandet minskar i relation till svensk BNP. Den politiska premien täcker risk för ändringar i de regler som bestämmer hur finansiella tillgångar kan flyttas in och ut ur landet. I förlängningen kan den också anses täcka risk för betalningsinställelse för svenska lån i utlandet. Även om den svenska utlandsskulden är hög har dock Sverige hög kreditvärdighet vilket leder till att premiekravet för den sistnämnda risken sannolikt är lågt. Den ökade skuldsättningen ökar däremot sannolikheten att den svenska staten skall ta till interventioner. Förekomsten av en valutareglering signalerar också en interventionsbenägenhet. Den räntepremie vi observerat kan ses som en ersättning för den politiska risk marknaden placerare upplever gällande sina möjligheter att fritt förfoga över sitt kapital.

Det paradoxala är sålunda att våra empiriska resultat klart säger att en valutareglering inte ger riksbanken någon ökad räntepolitisk självständighet, ett mål som alltid angivits som skäl för valutaregleringens bibehållande. Den svenska räntan måste också sättas högre än vad som skulle varit fallet utan regleringen därför att världens kapitalmarknader numera är hårt integrerade.