

Hvordan forklare den sterke appresieringen av kronen?

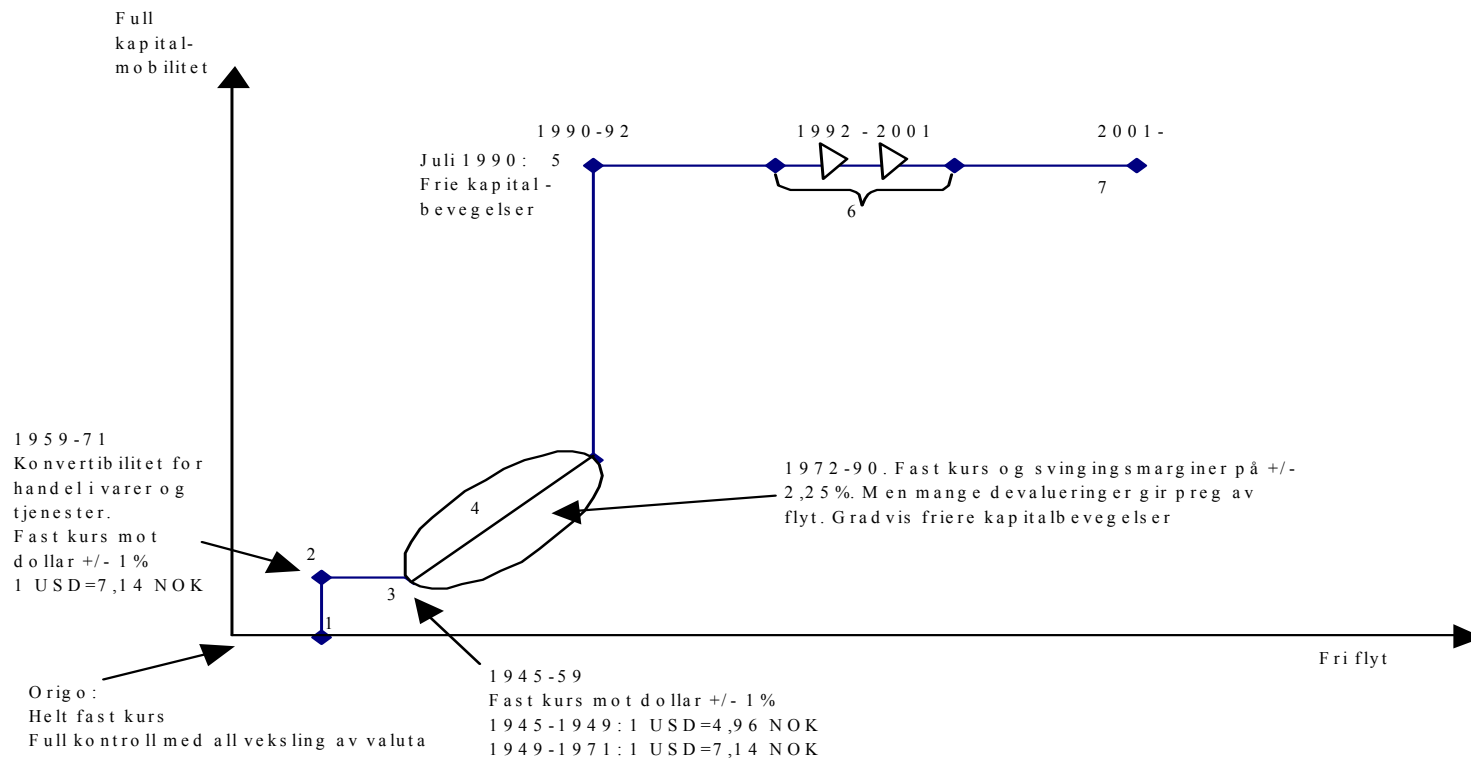
Professor Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI
Juli 2002

A) LITT HISTORIKK

Utviklingen siden 1990:

Juli 1990: Frie kapitalbevegelser. Er det forenlig med stabil valutakurs over tid?

Figur 1: En skisse av norsk valutapolitikk siden 1945



Oktober 1990: Fast kurs mot ECU (remember?): 1 ECU=7,994 NOK, med 2,25% svingningsmargin på hver side

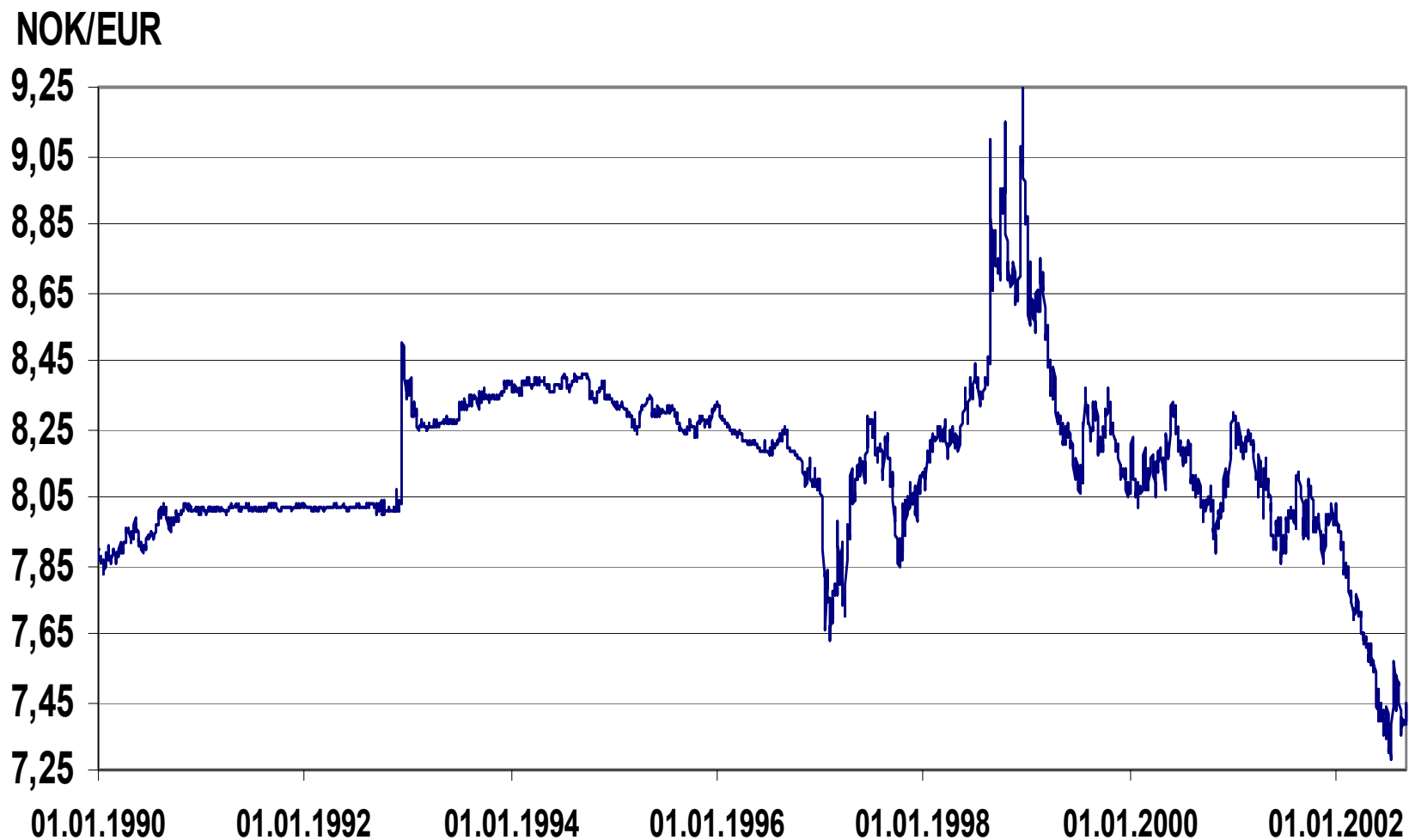
10. Desember 1992: NOK flyter

Desember 1992 – Mai 1994: Litt uklart system

Revidert budsjett for 1994: Innrette virkemidlene med sikte på etter hvert å bringe valutakursen tilbake til utgangsløse. Stabil - men ikke fast – kurs

En god stund senere, utgangsløset presisert til 8,23 – 8,39 NOK pr. ECU, med 8,31 NOK som midtverdi

Figur 2: Prisen på euro målt i norske kroner. Daglige noteringer, 1990-2002



1993-1996: Forbausende stabil NOK

1997- 2001: ”Tilbake til utgangsløiet” fungerer bra

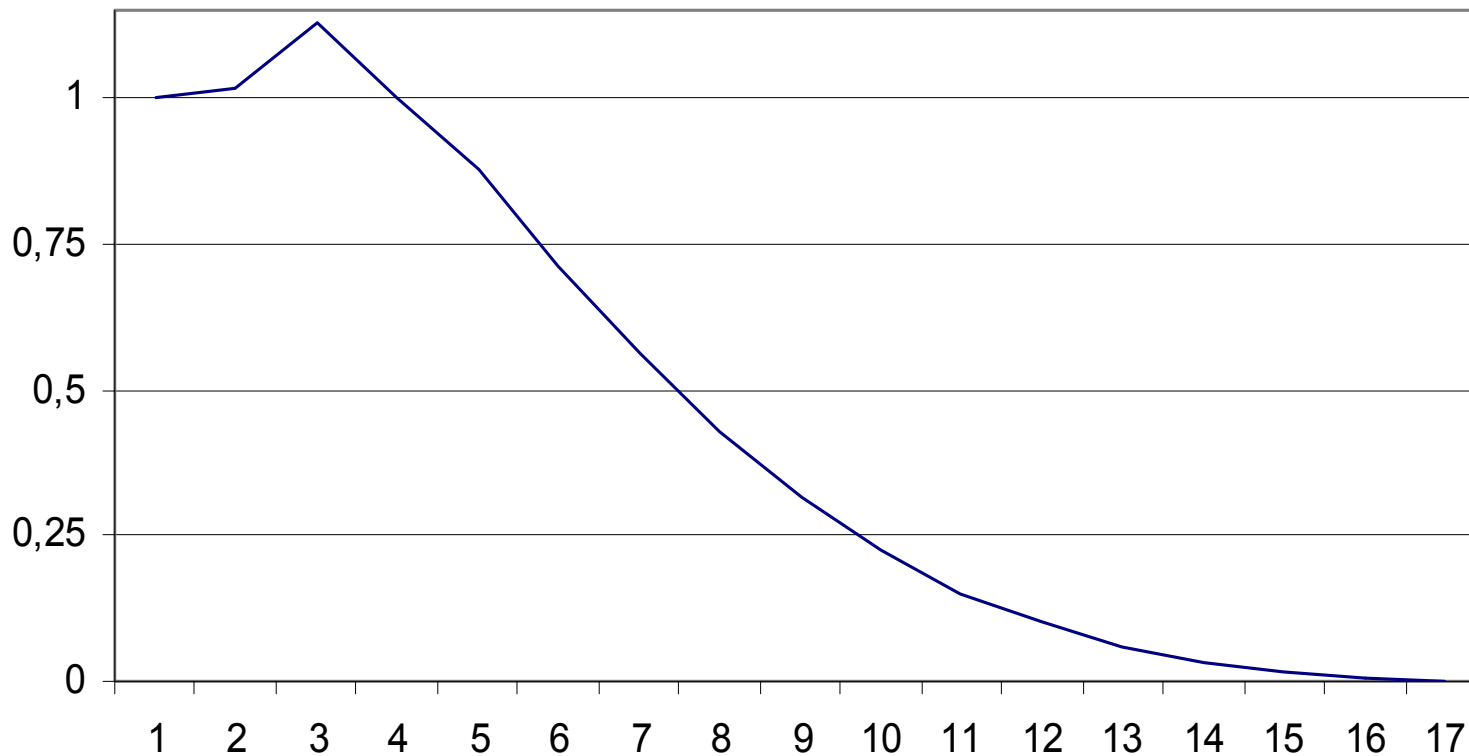
For sterk krone senhøstes 1996

For svak krone to år senere

MEN: Tilbake til utgangsløiet fungerer. Why?

1. Andre politikkområder tar regelen om utgangsløiet til etterretning, dvs. at finans- og inntektspolitikken tilpasser seg stabilisering av valutakursen
2. Stor usikkerhet om hva som er en likevektskurs. En stor aktør har sagt sin mening - og i noen grad satt makt bak sine ord. Troverdighet om tilbakevending som demper utslagene, både i renter og i valutakurs

Figur 3: Avvik mellom NOK/EUR kursen og dets gjennomsnittsverdi

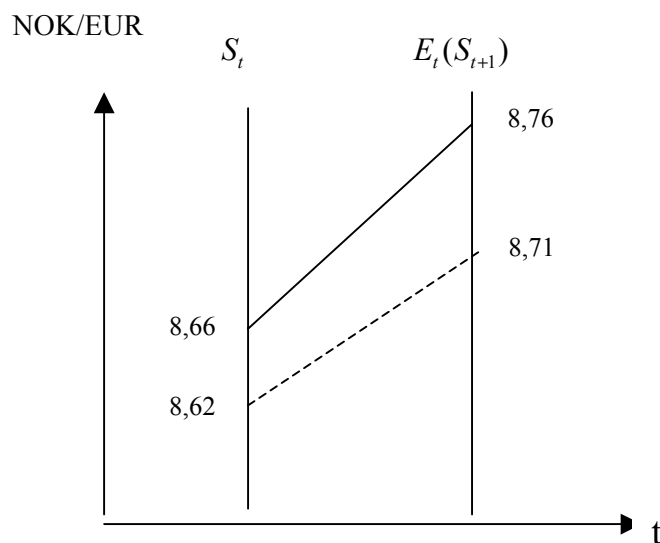


Viser at avvik på 1 NOK (fra kursen 8,23) vil bli halvert i løpet av 7 måneder og eliminert etter fem kvartaler \Rightarrow Mean Reversion

27. Januar 1999, ny sentralbanksjef setter renten ned, fra 8,0% til 7,5%, og NOK styrker seg, fra 8,66 NOK mot EUR til 8,62. Hva hender?

Forventninger om tilbakevending til utgangsleiet befestes. Forventet kurs appresierer mer enn spotkurs når mindre renteforskjell gir appresiering spot

Figur 4 : Sammenhengen mellom forventet fremtidig valutakurs og dagens



S_t betyr spotkurs idag, $E_t(S_{t+1})$ betyr forventet valutakurs om tre måneder. Den heltrukne linjen viser gjennomsnitt for de 10 handledagene *før* 27. januar 1999, og den stiplede linjen snittet for de 10 handledagene etter denne datoen, dvs. etter at Norges Bank satte ned styringsrentene med et halvt prosentpoeng.

Sammenhengen mellom spot S_t og forventet spot $E_t(S_{t+1})$ er gitt ved ligningen for udekket renteparitet (URP):

$$E_t(S_{t+1}) = \frac{1+i_t}{1+i_t^*} \cdot S_t$$

der i_t og i_t^* er 3-måneders renter for kroner og euro, henholdsvis.

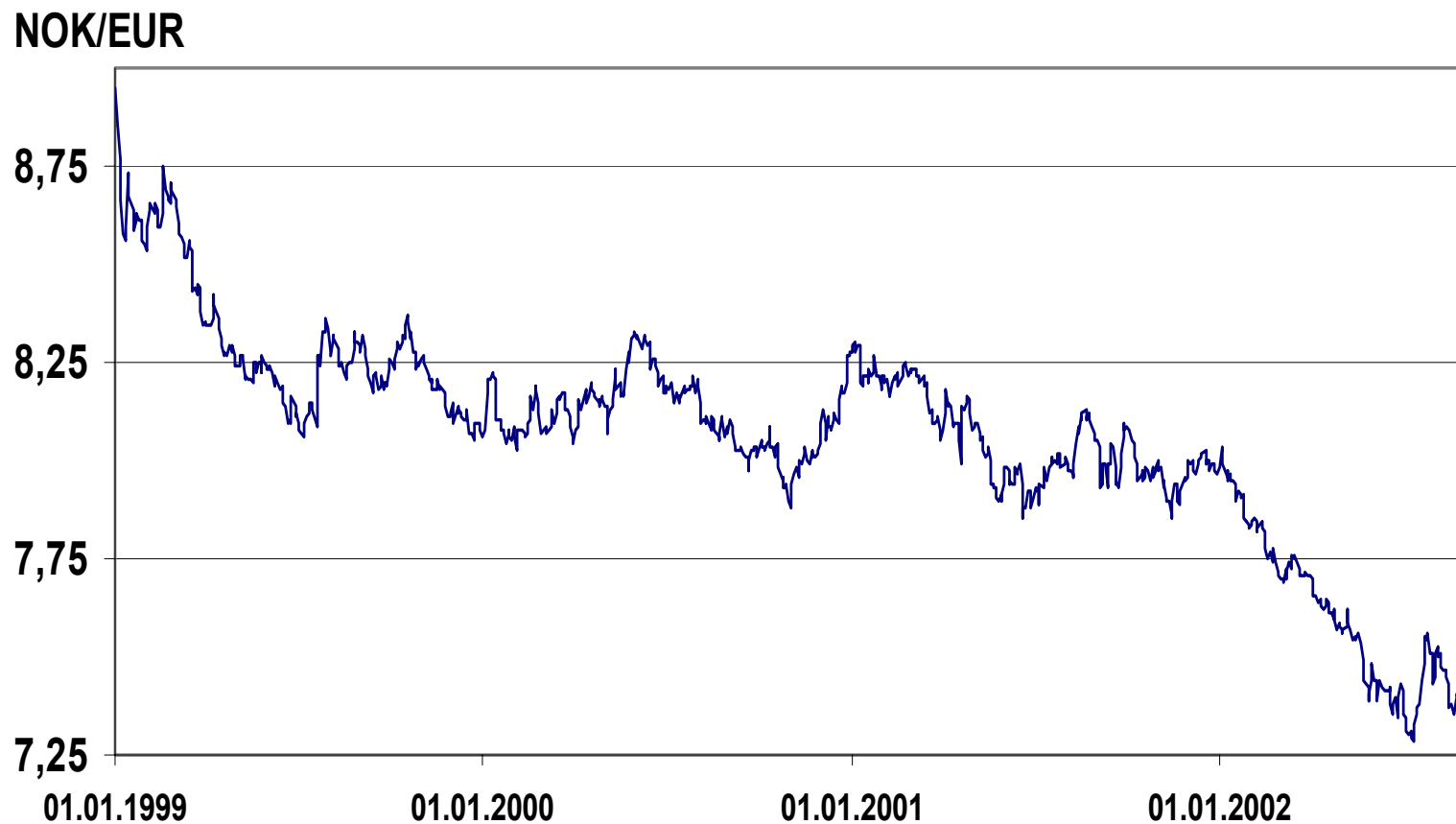
B) Utviklingen det siste halvannet året

29. mars 2001, nye retningslinjer for penge- og finanspolitikken

- Handlingsregel for finanspolitikken: Underskudd på statsbudsjettet tilsvarende 4% av Petroleumsfondet ved starten av året
- Inflasjonsstyring for pengepolitikken: 2,5% KPI-prisstigning med margin ett prosentpoeng på hver side
- Bare en formell endring? Strø sand på hva som har vært bildet siden Gjedrem overtok? Eller reell endring?
- Reell endring i det Norges Bank legger liten vekt på at pengepolitikken skal ”.... bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen”

”Det beste bidraget pengepolitikken kan gi til stabile forventninger om kursutviklingen, er å sikte mot å oppfylle det operative målet om lav og stabil inflasjon” (Gjedrem på CME-seminar 10. Juni 2002)

Figur 5: NOK/EUR siden 1. Januar 1999



Noen teorier for hvorfor NOK har styrket seg så kraftig den senere tiden:

1. Handlingsregelen innebærer behov for svekkelse av konkurranseevnen (som er et relativt begrep). Med 2,5% inflasjon kan en nominell appresiering være nødvendig
2. Åpen renteparitet og nytt regime. Grunnlag for *overshooting*. Med høyere norsk enn utenlandsk rente, og med behov for nominell appresiering, må NOK styrkes *mer* enn ny likevekt tilsier slik at det blir rom for depresiering i den etterfølgende perioden

$$E_t(S_{t+1}) = \frac{1+i_t}{1+i_t^*} \cdot S_t$$

Eksempel: 1. Januar 1 EUR= 8 NOK, forventet kurs om to år = 7,50 NOK
NOK-rente 3,5 prosentpoeng over EUR-rente

⇒ Behov for umiddelbar appresiering til 7 NOK, for deretter å ha gradvis depresiering tilbake til 7,50 NOK

3. Økende rentedifferanse mot utlandet. Sammenheng med inflasjonsmål halvt prosentpoeng høyere enn Norges Bank selv hadde lagt til grunn? ”Carrytrade” mer populært, ”plukke opp rentepunkter”
4. Lave premier for å kurssikre seg mot svingninger mellom de store valutaene. Mer attraktivt å investere i små valutaer med høy rente (Gjedrem 10. Juni, 2002)
5. Markedet mistet noe av beundringen for USA. Årlig økning i gjeld til ROW på 400 mrd. USD er noe i overkant. Forklarer sterkere EUR mot USD, men ikke sterkere NOK mot EUR.
6. Gode oljepriser – for produksjonsland. Og et raskt voksende statlig petroleumsfond.

C) Noen avsluttende bemerkninger

- Minner om at Random Walk modeller gjennomgående gjør det minst like bra som økonometriske modeller, der de fremtidige verdiene på de eksogene variable har korrekt verdi. Eller som en ekspert på feltet uttrykker det:

”The proportion of (monthly or quarterly) exchange rate changes that current models can explain is essentially zero” (Richard Meese 1990)

- Noen av de seks fortellingene over er basert på ”asset market equilibrium”. Andre på likevekt, eller bevegelse mot likevekt, i den underliggende realøkonomien. To vidt forskjellige mekanismer
- Kenneth Rogoff i The Economist August 3rd 2002:
”.....no structural model can reliably explain major currency exchange-rate movements after the fact, much less predict them.”

- Mon tro om det er slik at markedet fokuserer på to-tre variable – eller kanskje bare én – når forventninger om fremtidig valutakurs dannes? Og at hvilke(n) variable som er i fokus, skifter over tid. Kan ha med terskelverdier å gjøre
- Dessuten – må vi ikke glemme Keynes' Beauty contest. Hva som betyr noe er ikke mine anslag over en passende fremtidig valutakurs, men hva jeg tror er de andre spillernes anslag. Eller hva jeg tror de andre spillernes anslag over de andre spillernes anslag er...