

Hvordan virker frie kapitalbevegelser inn på valutakursen?

Professor Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI
Juli 2002

A) MANGE FORHOLD PÅVIRKER VALUTAKURS

Valutakursen er en pris. Hvor mange kroner må jeg betale for en dollar? Eller hvor mange cent må en amerikaner betale for en krone? To sett av transaksjoner gir opphav til veksling mellom valutaer:

Tabell 1: Handel i varer og i verdipapirer

	Land A selger varer	Land A selger verdipapirer
Land A kjøper varer	(1) Konvertibilitet for handelsebalansen	(2) Underskudd på driftsbalansen
Land A kjøper verdipapirer	(3) Overskudd på driftsbalansen	(4) Konvertibilitet for kapitalbalansen

Over 90 prosent av transaksjonen i valutamarkedet har med kjøp og salg av verdipapirer å gjøre

”Asset market approach to the determination of exchange rates.” I hvert fall på kort sikt – som kan være ganske lang, kfr. USD 1981-1985

Hvilke teorier er det tilbud på?

- 1) Udekket renteparitet (URP) – Ved full sikkerhet ville denne teorien ”carry the day”
- 2) Kjøpekraftsparitet (PPP) – Rimelig ved nominelle sjokk (Rute 1 over)
- 3) Fisher-effekten – Som sier noe om forholdene innen det enkelte land

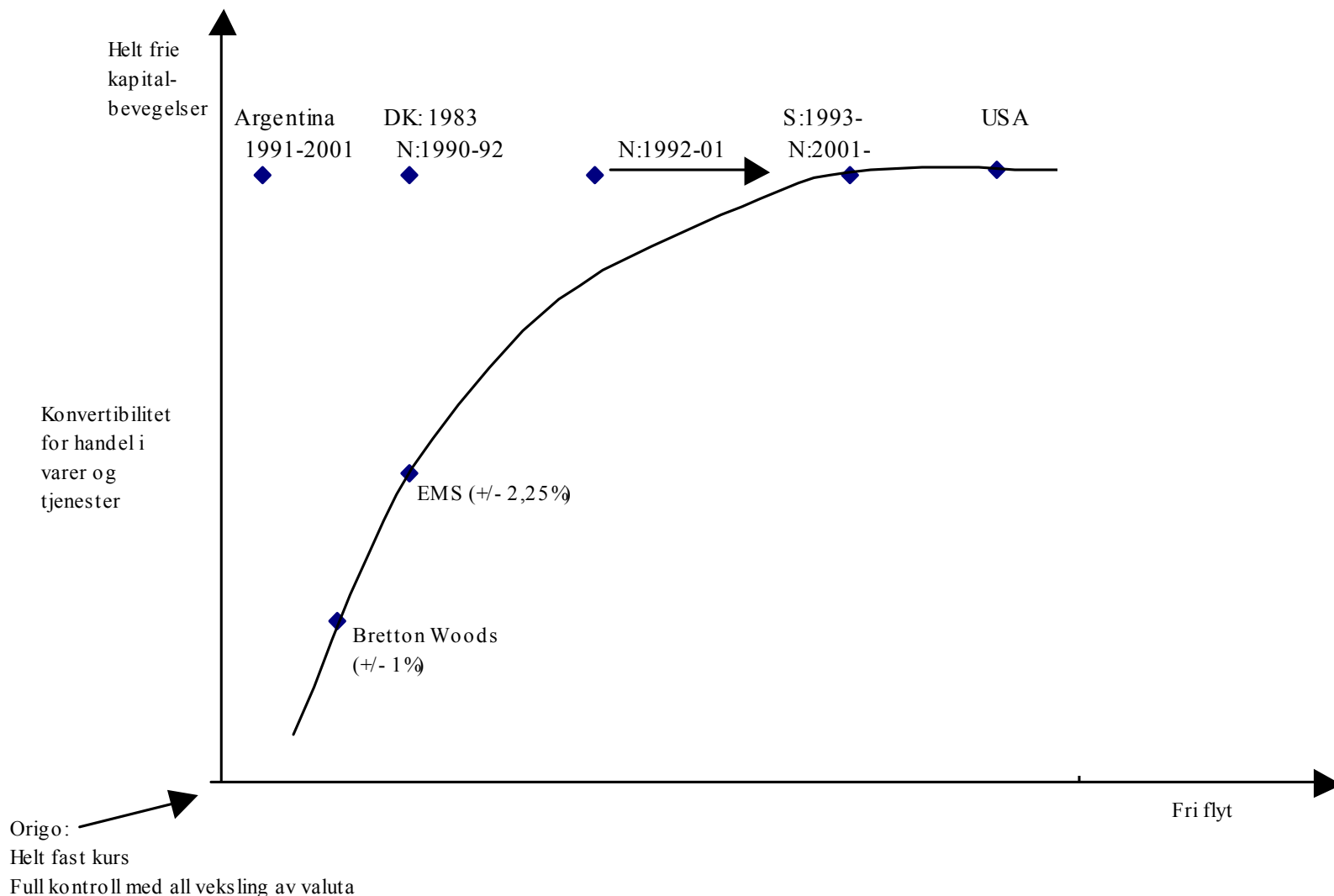
Dersom to av de tre ovenstående pariteter gjelder – og realrenten er lik over land – vil den tredje også holde. Hva kan du da si om én av dem *ikke* holder?

- Kapitalbevegelser kan komme inn og forstyrre bildet
- Kapitalbevegelser kan virke som ”automatisk stabilisator” for pengepolitikken. Om NOK-renten opp gir sterkere krone, får renteøkning dobbel effekt på prisutviklingen

Men: Ved tilbudssidesjokk (som for store lønnstillegg) er stabilisering av valutakurs mer hensiktsmessig enn stabilisering av prisstigning

- Kan kapitalbevegelser endre menyen for hva slags valutakursregime land kan velge fra? Vanskelig med ”gammeldags” fastkursregime? Hvorfor kan Danmark holde fast på dette – men ikke Sverige?

Figur 1: Sammenhengen mellom regler for flytting av penger og kursregime

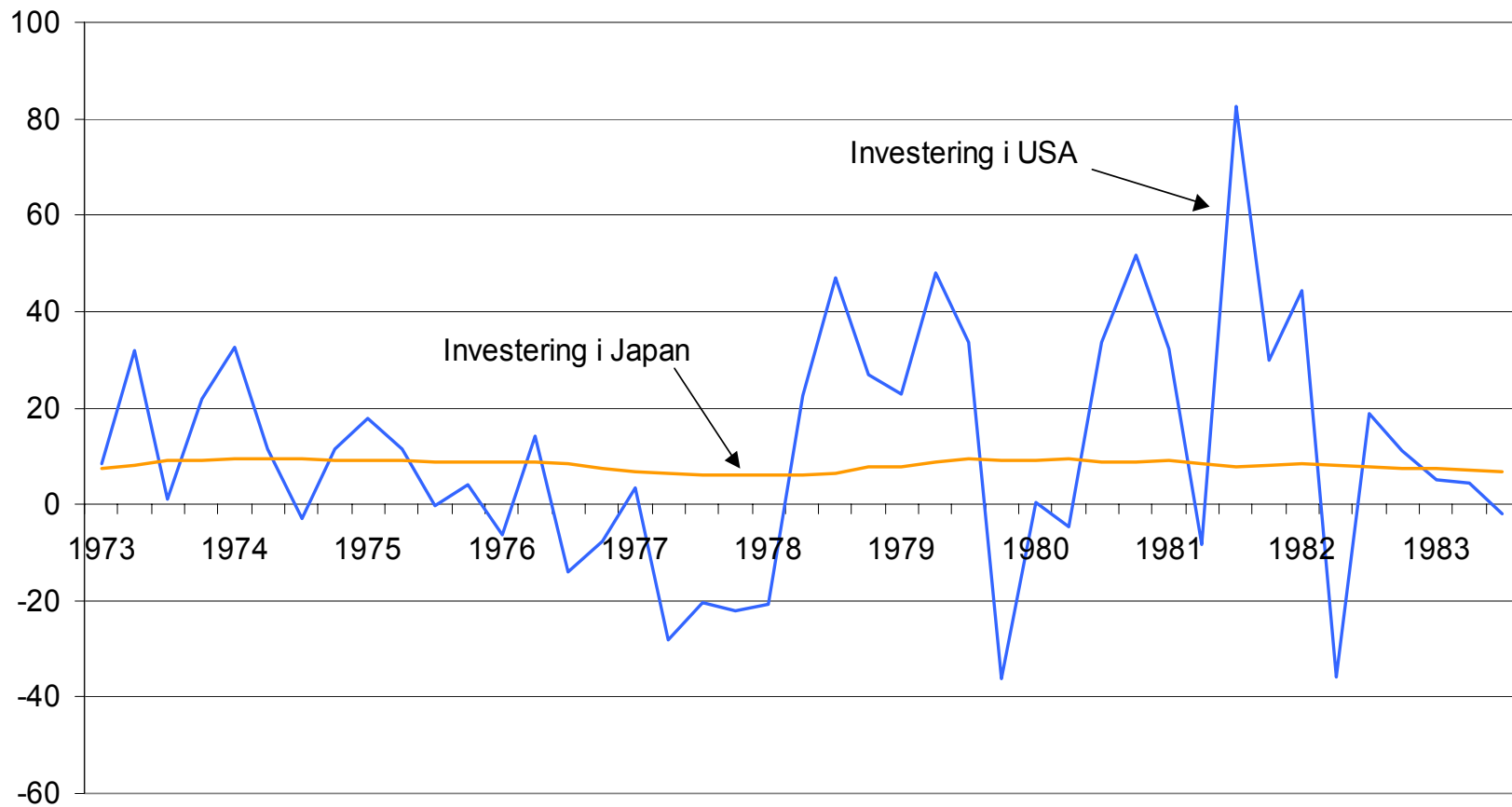


B) UDEKKET RENTEPARITET (URP)

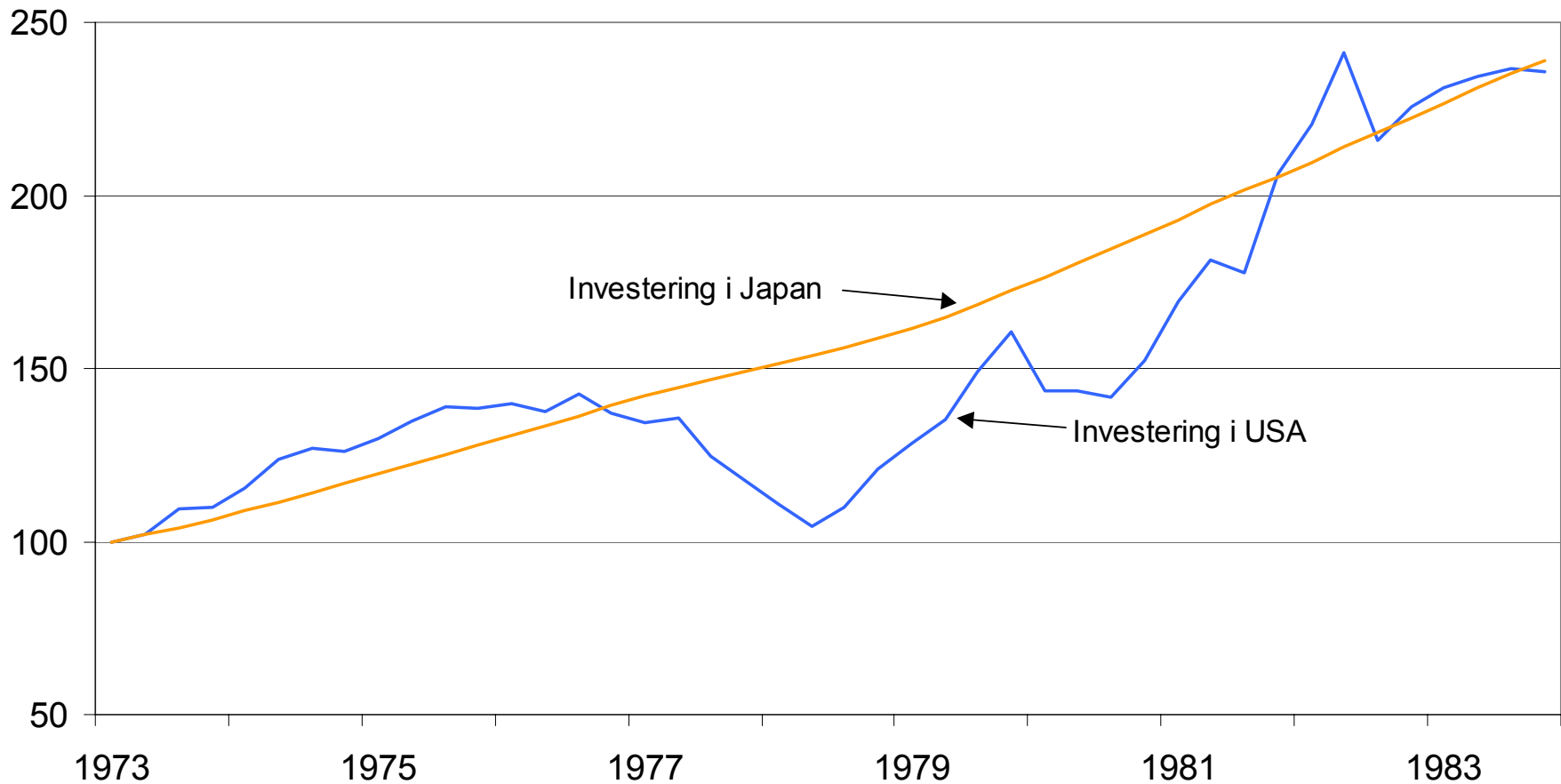
Hva du vinner på renten, skal du tape på kursen. Om URP holder, skal det være samme lånekostnad uansett hvilken valuta du låner i

Hva sier empirien?

Figur 2: Annualisert avkastning i yen, basert på effektiv rente på lange statspapirer i USA og Japan, 1973/3-1984/1. Kvartalsvise observasjoner

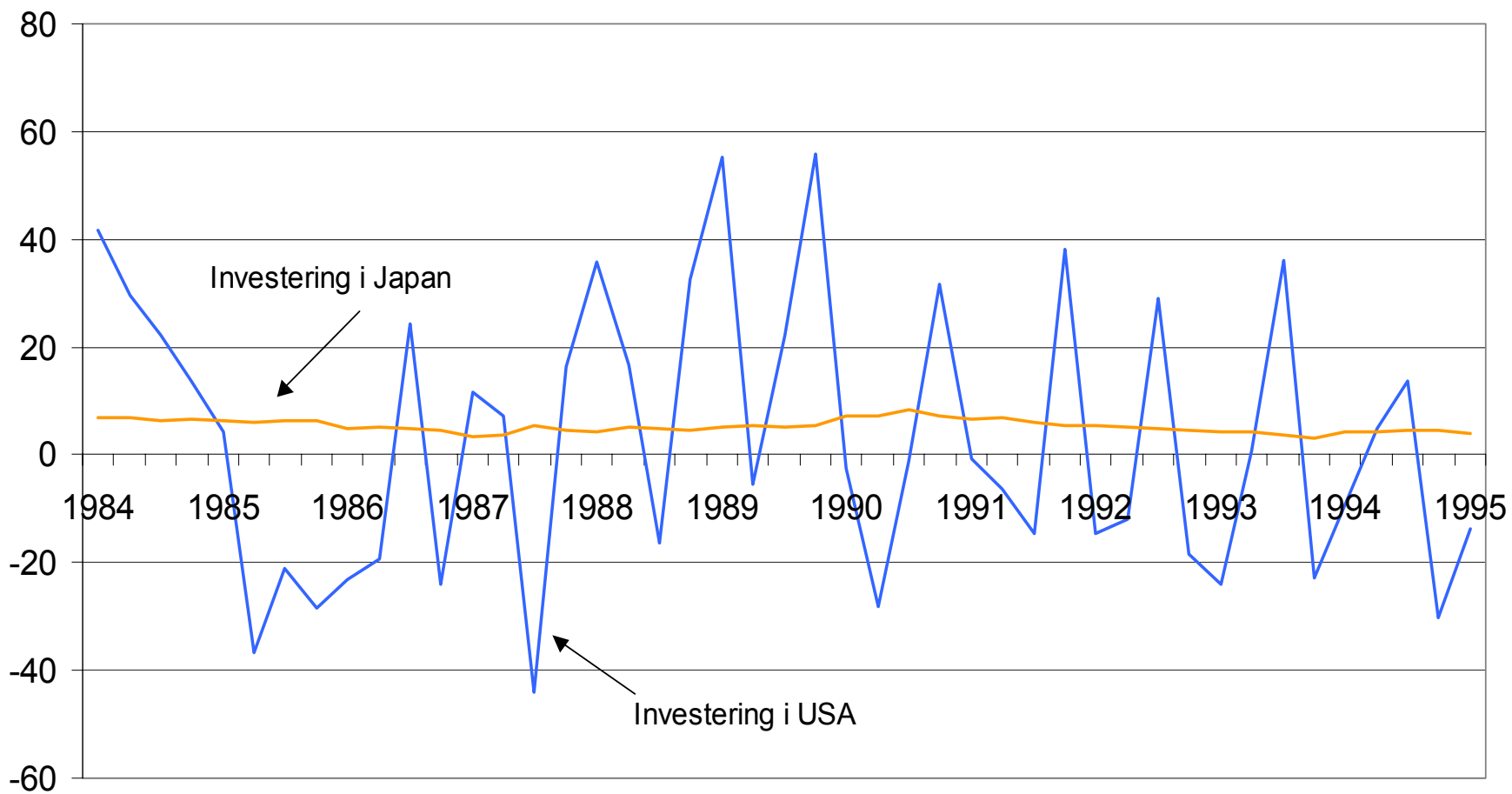


Figur 3: Akkumulert verdi av 100 JPY, målt i JPY, plassert i USD og JPY henholdsvis, på 3 måneders basis, 1973/3-1984/1

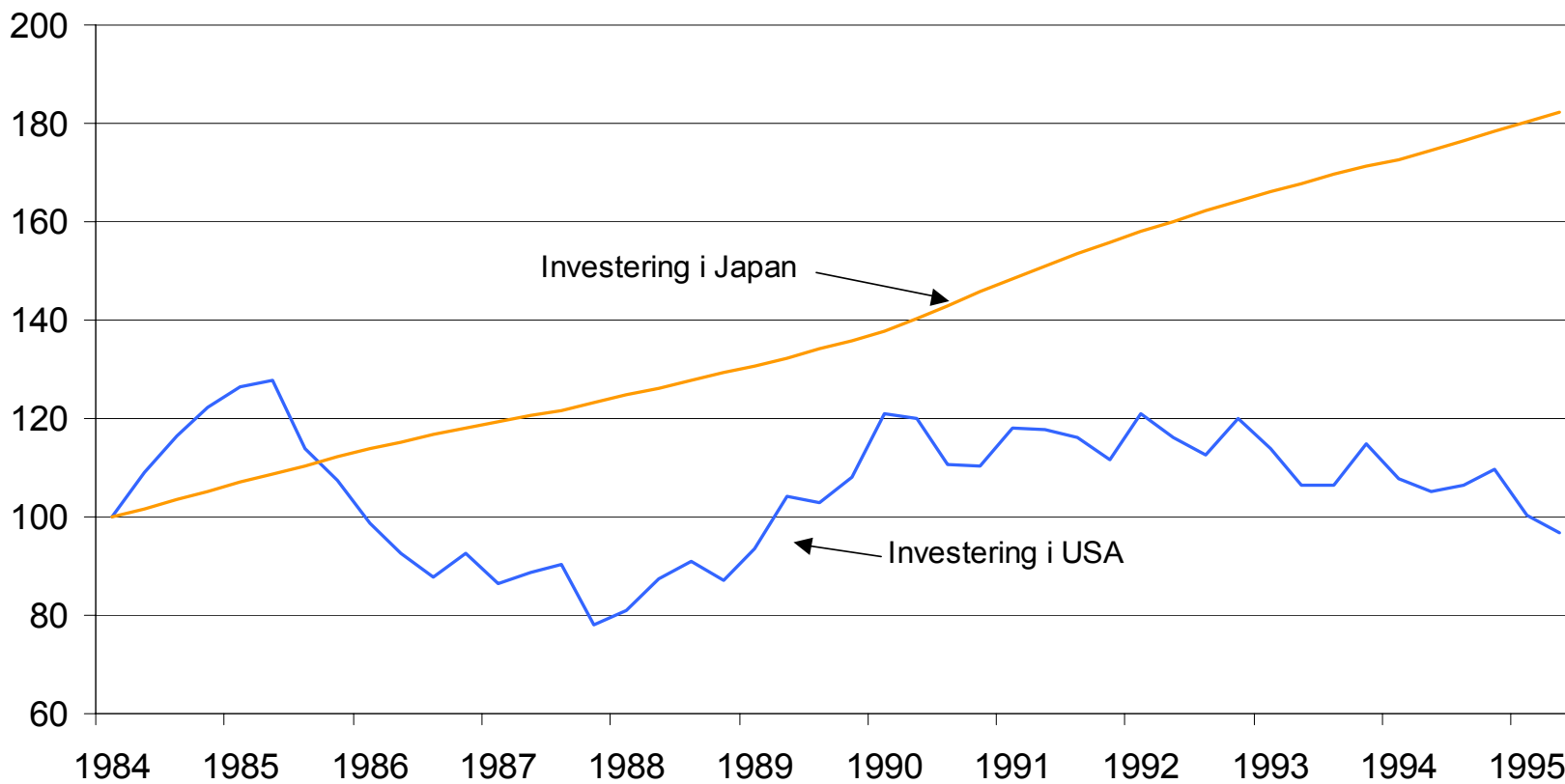


JPY/USD 1973-1983: Greit bilde

Figur 4: Annualisert avkastning i yen, basert på effektiv rente på lange statspapirer i USA og Japan, 1984/2-1995/2. Kvartalsvise observasjoner.

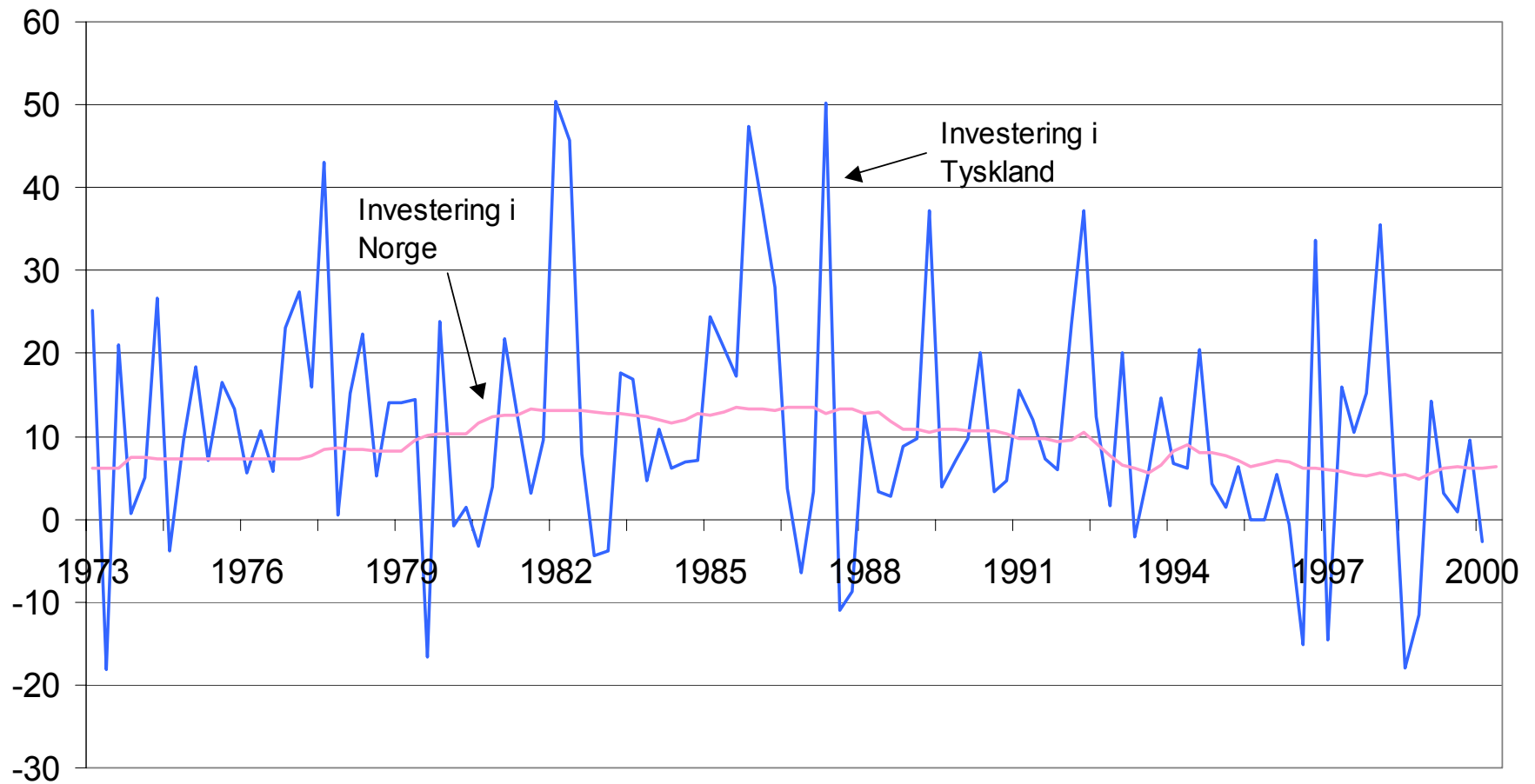


Figur 5: Akkumulert verdi av 100 JPY, målt i JPY, plassert i USD og JPY henholdsvis, på 3 måneders basis, 1984/2-1995/2.

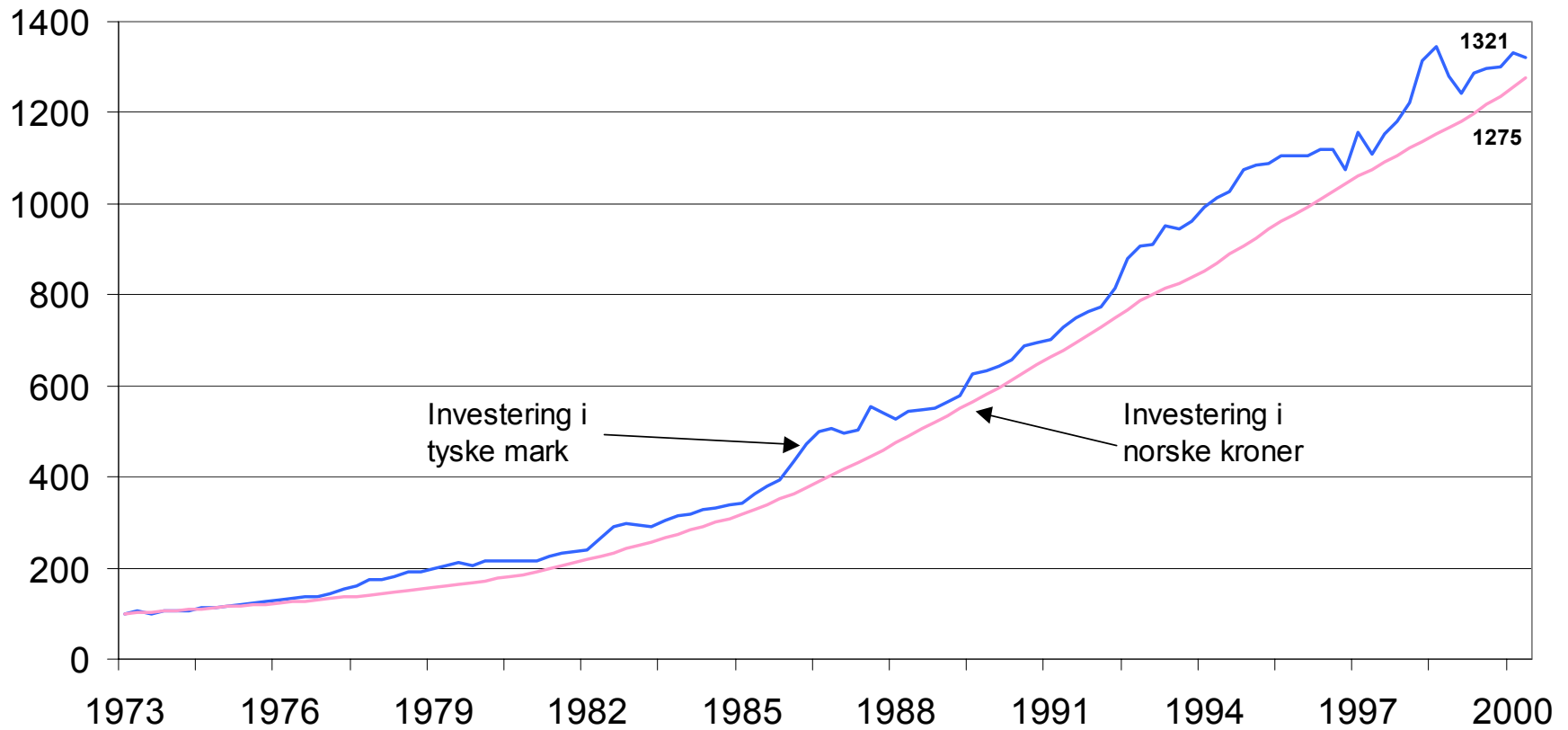


JPY/USD 1984-1995: Ugreit bilde

Figur 6: Annualisert avkastning i NOK, basert på effektiv rente på lange statspapirer i Tyskland og Norge, 1973/3-2000/4. Kvartalsvisse observasjoner



Figur 7: Akkumulert verdi av 100 NOK, målt i NOK, plassert i DEM og NOK henholdsvis, på 3 måneders basis, 1973/3-2000/4



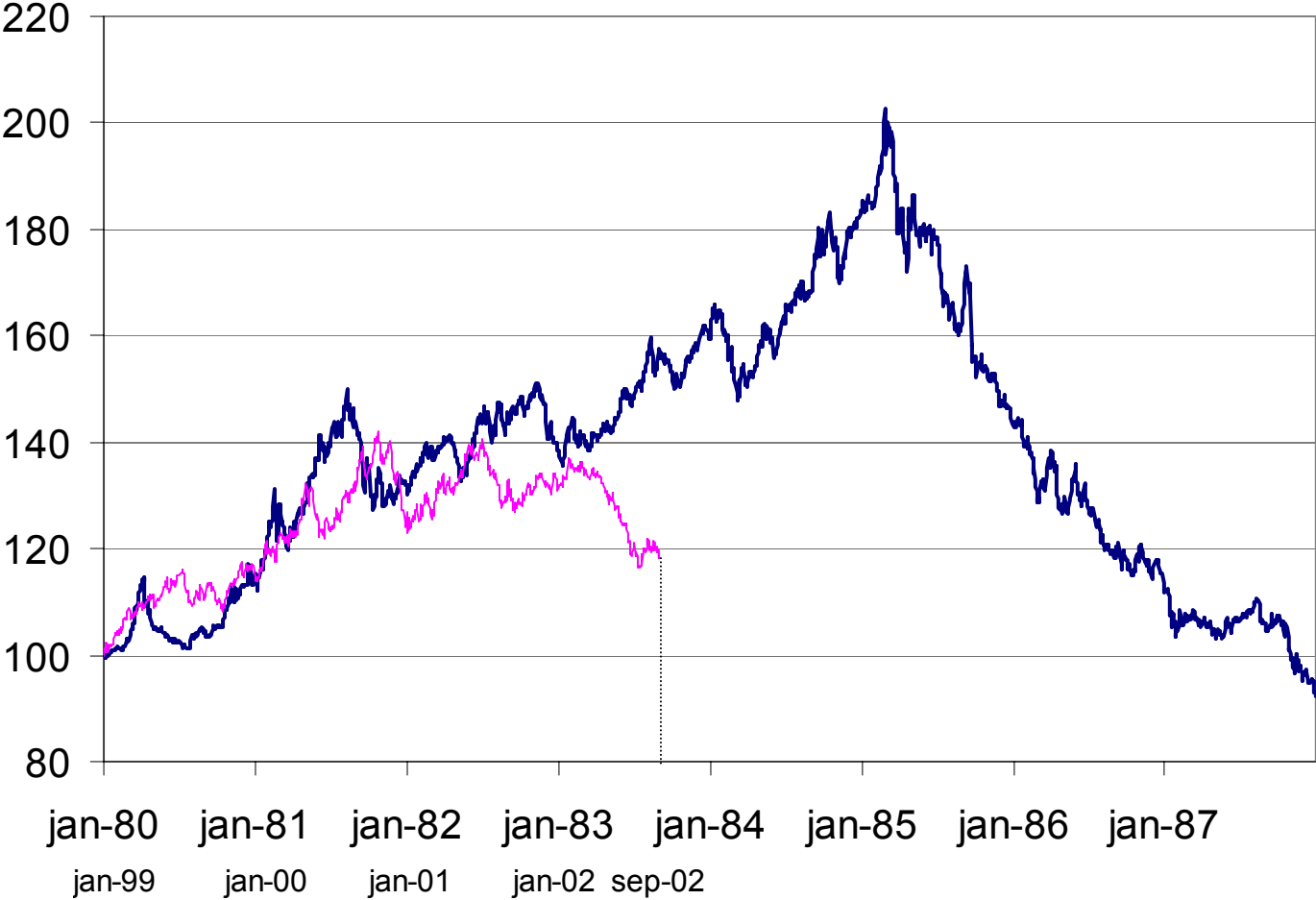
NOK/DEM 1973-2000: Kjempegreit bilde

Tabell 2: Annualisert gjennomsnittlig (aritmetisk) avkastning på 3-måneders plassering i USD og DEM i norske kroner. Kvartalsvise observasjoner.

	1980-84	1985-89	1990-98	1980-98
USD	29,1%	1,4%	7,3%	11,5%
DEM	9,2%	11,8%	8,0%	9,3%

Kilde: Skoglund, Hansen, & Crosby, diplomoppgave BI, august 1999

Figur 8: DEM pr. USD fra 1980 til 1988 sammenlignet med EUR pr. USD fra 1999 til 2002



C) KJØPEKRAFTSPARITET (PPP)

Bak teorien om kjøpekraftsparitet – som vi har fra svensken Gustav Cassel fra 1920-årene – ligger ”loven om én pris”: At samme vare har samme pris, i alle land, omregnet til samme valuta.

Tabel 3: Prisen på to IKEA-speil i 13 europeiske i land 1998 i USD

	Alg Mirror (1)	Krabb Mirror (2)	Brøken Alg mot Krabb (3)=(1):(2)
Nederland	20	20	1,03
Storbritannia	25	30	0,83
Belgia	22	27	0,80
Sveits	19	27	0,72
Finland	13	19	0,70
Spania	22	33	0,65
Frankrike	21	33	0,64
Sverige	15	23	0,64
Italia	22	43	0,52
Østerrike	24	48	0,49
Norge	12	26	0,46
Tyskland	22	51	0,44
Danmark	12	30	0,40

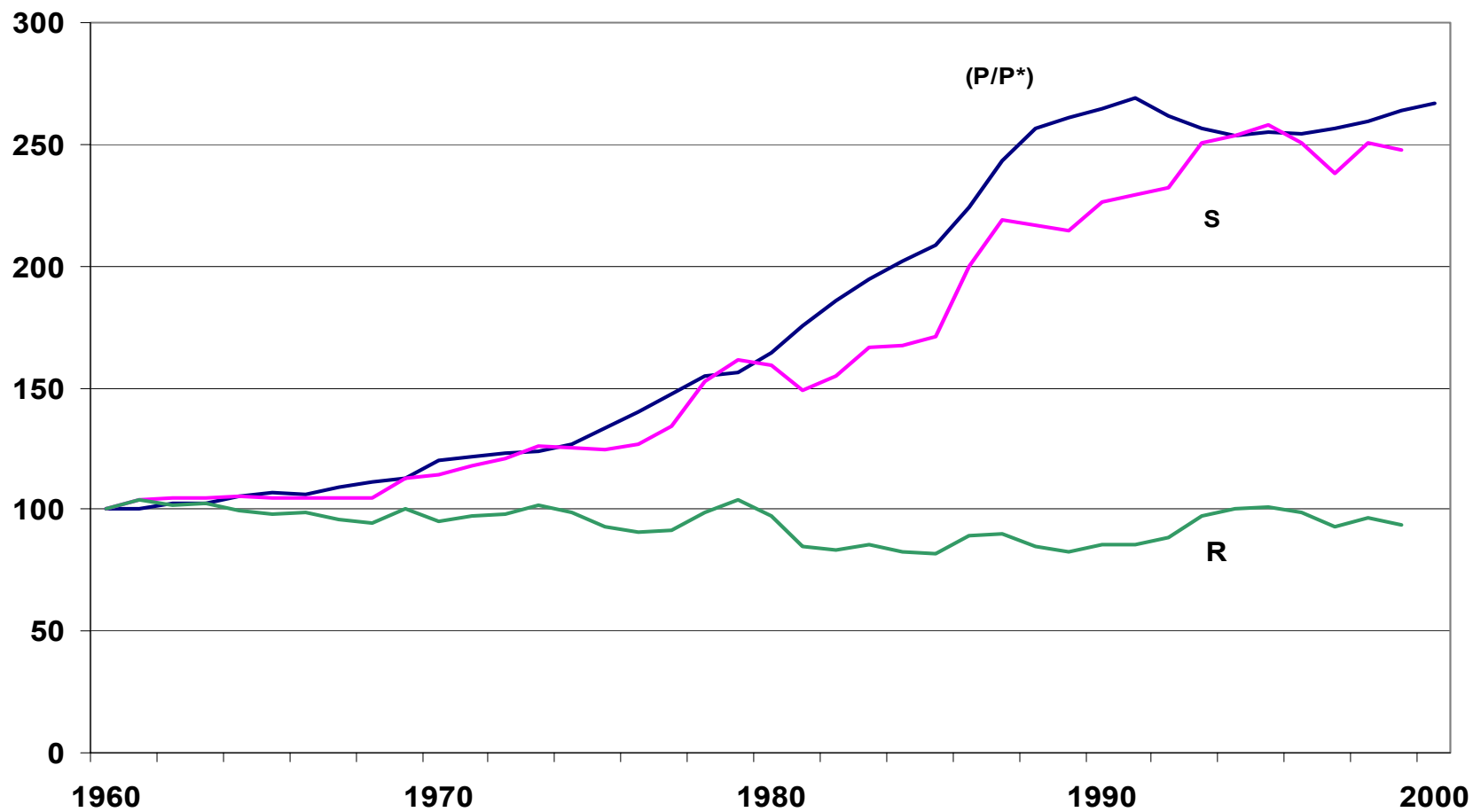
Kilde: Haskel, J. & Wolf, H. (2001), "The law of one price – a case study", *Scandinavian Journal of Economics*, ss. 545-558

Mon tro om en tilsvarende undersøkelse om et par års tid – når euroen er blitt varm i trøya – vil gi et annet bilde? Hvilket? Hvorfor?

Å si at PPP holder er ensbetydende med å si at den reelle valutakursen er konstant over tid. Hvilket betyr at forskjeller i inflasjon fanges opp av endringer i den nominelle valutakursen.

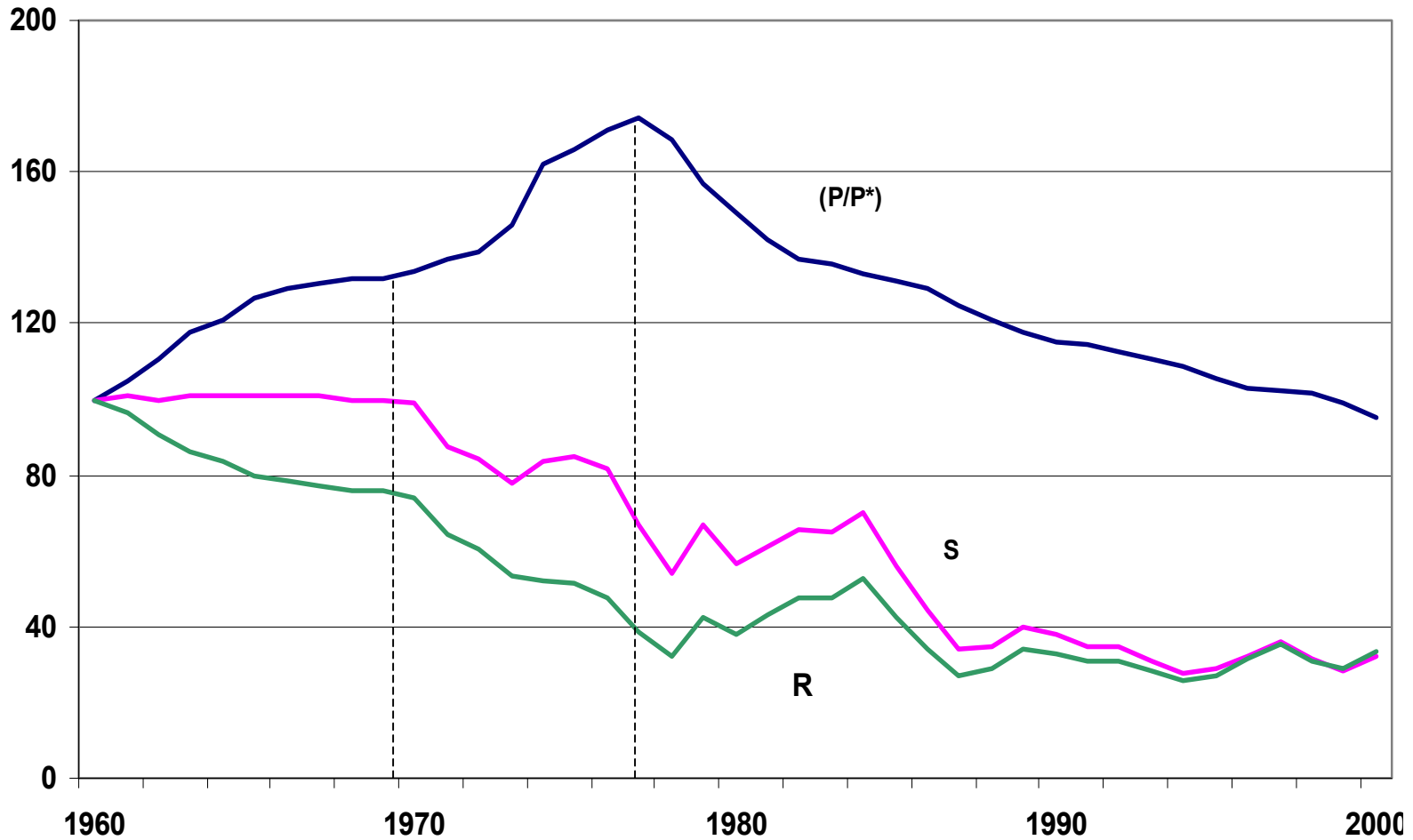
Hva sier empirien?

Figur 9: Realvalutakurs NOK/DEM, 1960-2000. Årlige observasjoner



NOK/DEM 1960-2000: Vakkert bilde

Figur 10: Realvalutakurs JPY/USD, 1960-2000. Årlige observasjoner



JPY/USD 1960-2000: Dette ser da rart ut?

1970-1978: JPY appresierer på nominell basis *samtidig* som KPI-inflasjonen er høyere i Japan enn i USA.

Hva ligger bak? Balassa-Samuelson-effekten forklarer en god del. Betyr at hvilken *prisindeks* vi bruker i PPP ikke er uten betydning. Med eksportprisindeks blir bildet atskillig mindre mystisk

Annen versjon av samme effekt: Irland har inflasjon på rundt 4%. Kan tolkes som en realappresiering. Men ser det ut til å plage industrien? Hvorfor ikke? Hvordan går utenriksøkonomien?

Om verden hadde befunnet seg i Rute 1 i tabell 1 ville nok PPP hatt noe mer for seg. Why?

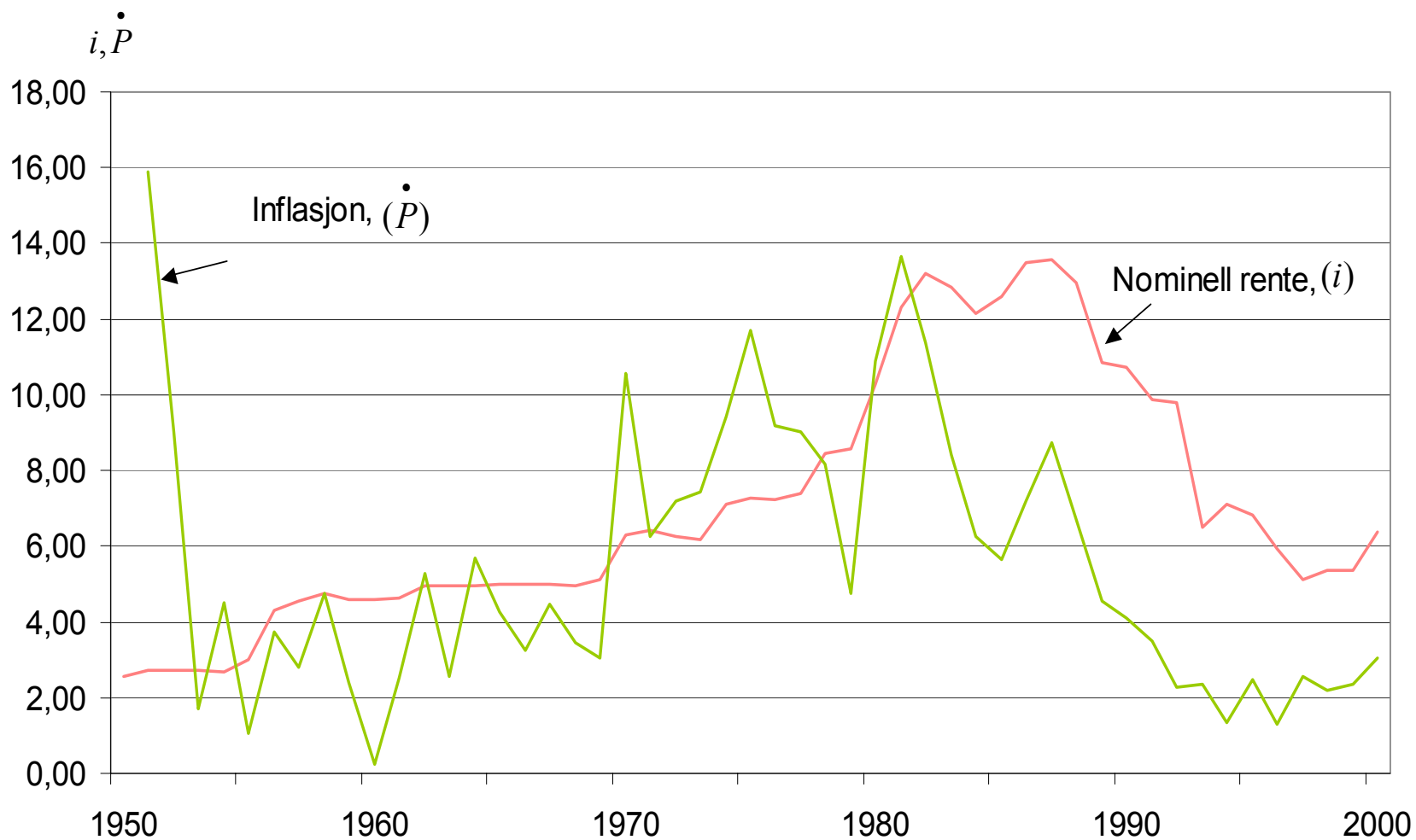
D) LITT OM FISHER-EFFEKTEN

Realrenten i Norge er tilbake på et normalnivå

Uvanlig lav på 1960- og 1970-tallet

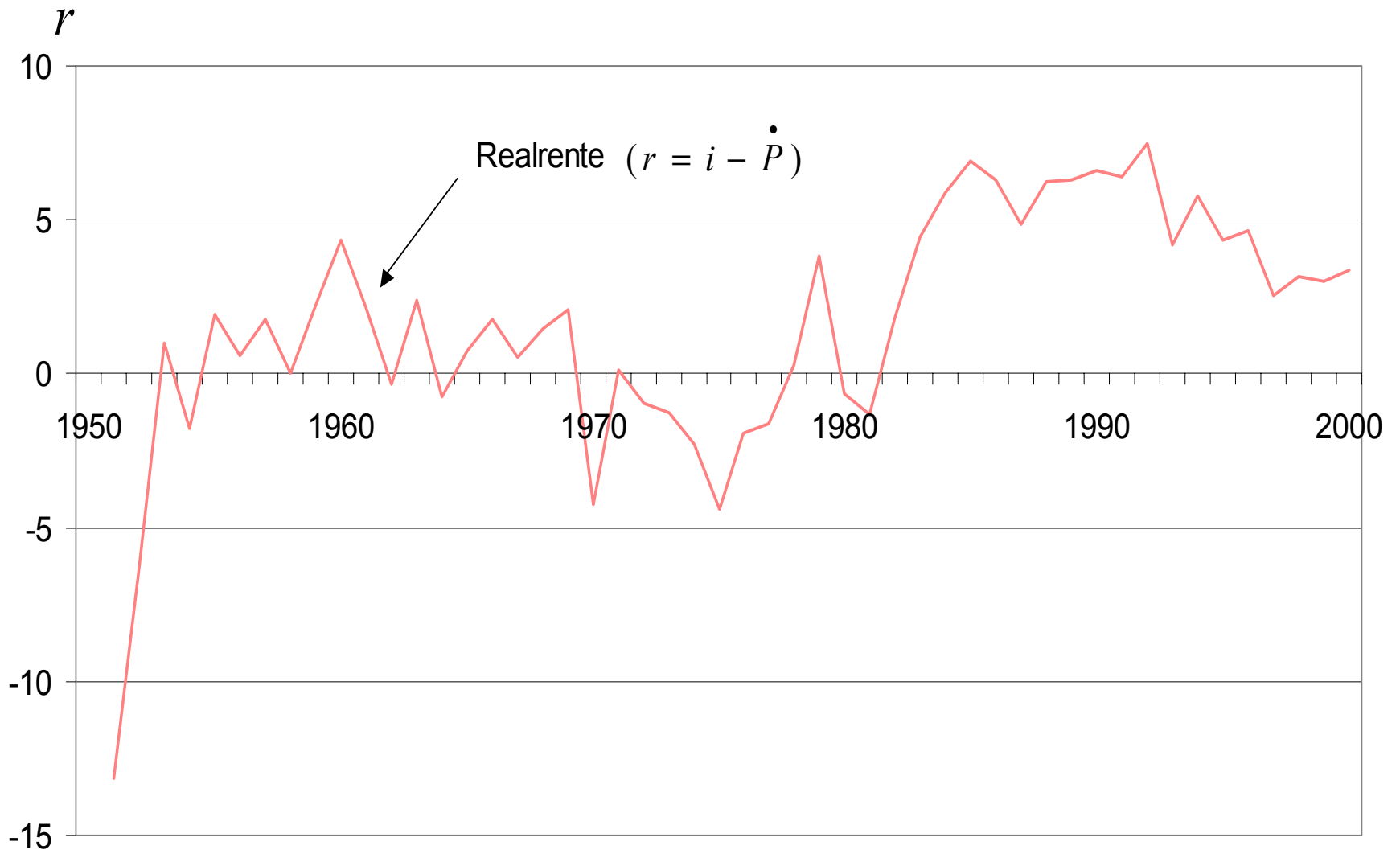
Uvanlig høy fra midten av 1980-tallet og til midten av 1990-tallet

Figur 11: Nominell rente og inflasjon i Norge, 1950-2000

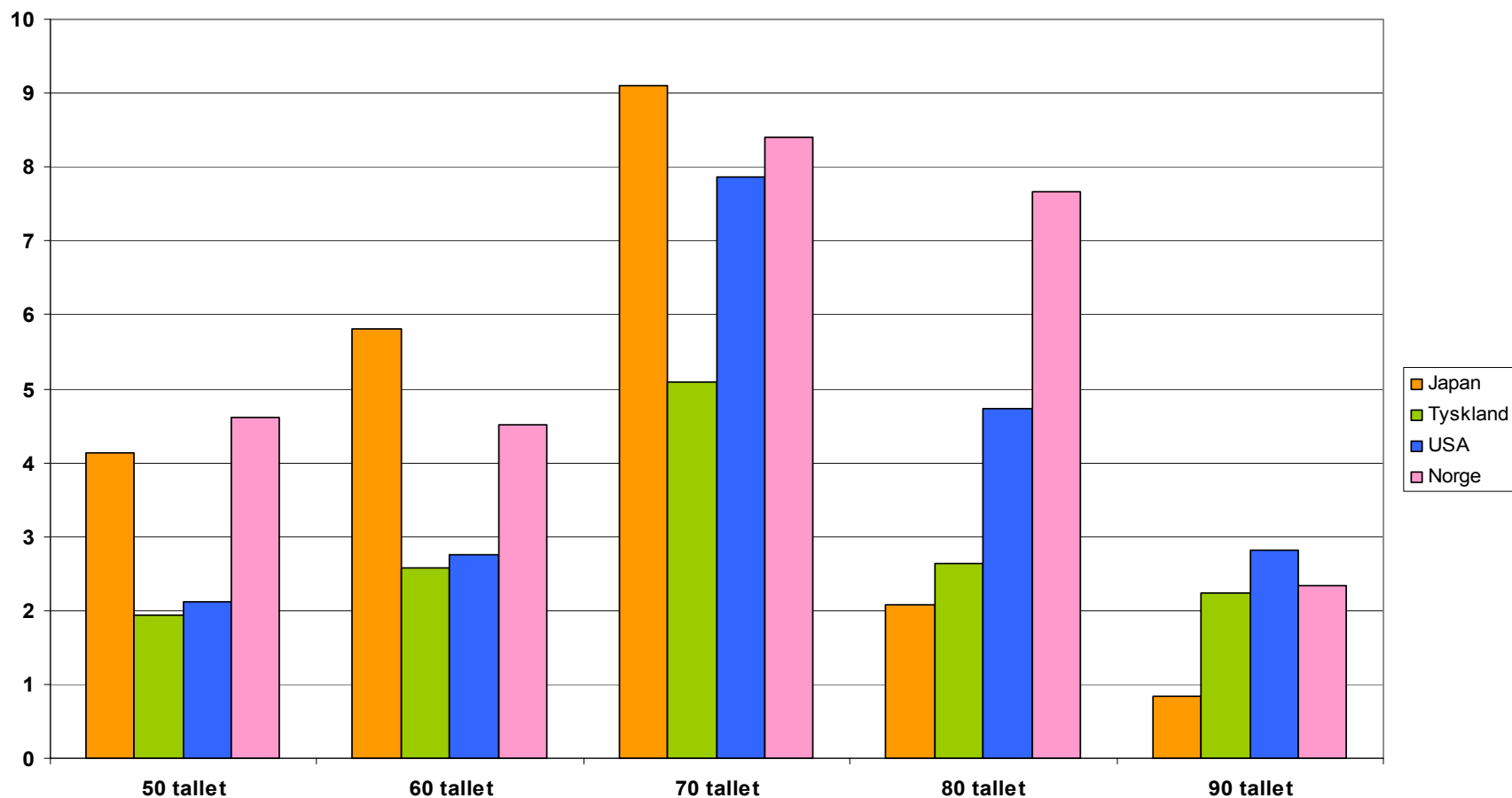


Fisher-effekten ser ut til å fungere fra midten av 1980-tallet.
Hvorfor ikke før?

Figur 12: Realrente i Norge, 1950-2000

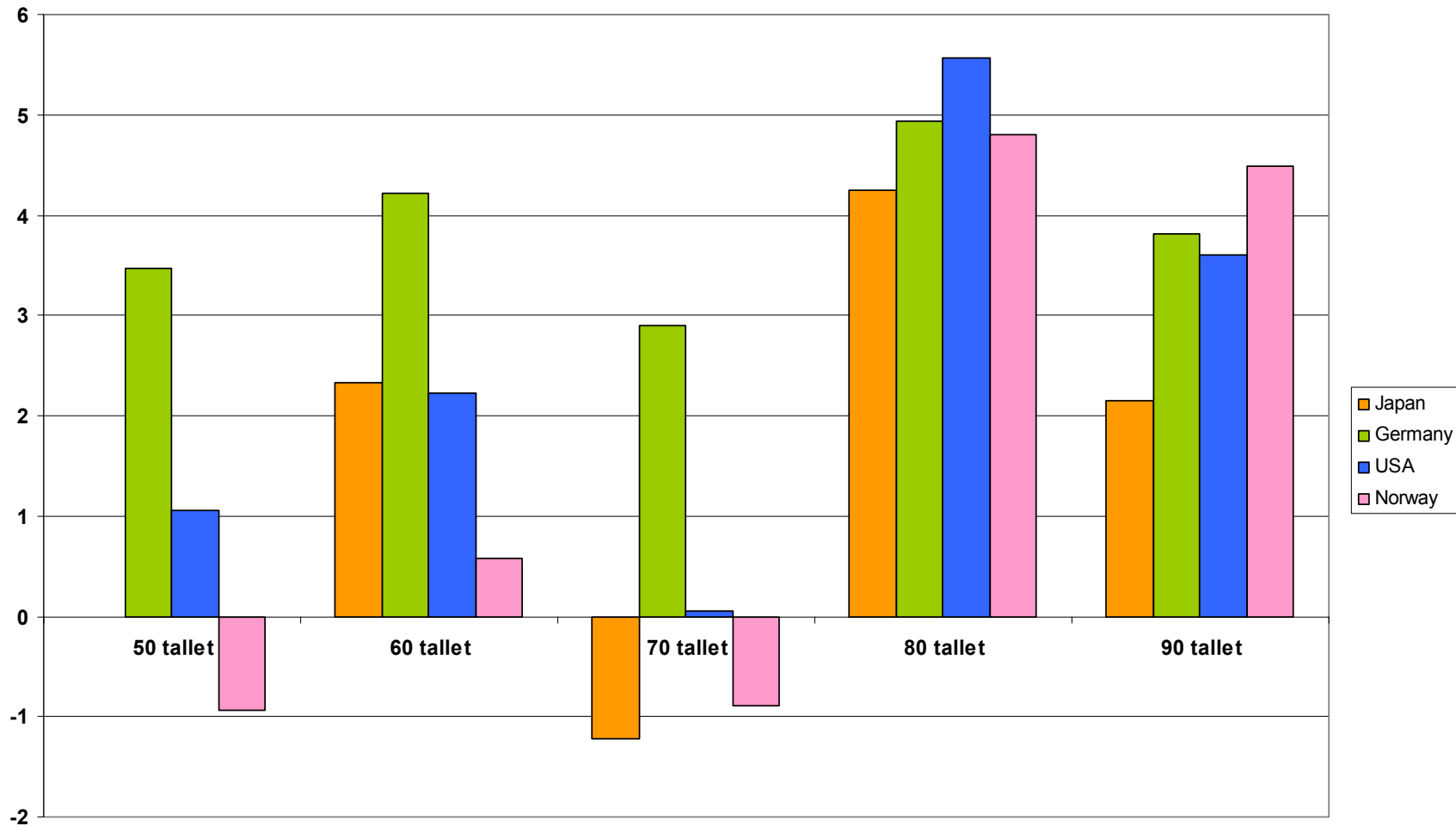


Figur 13: Inflasjon for fire land, 1950-2000, gjennomsnitt over fem tiår



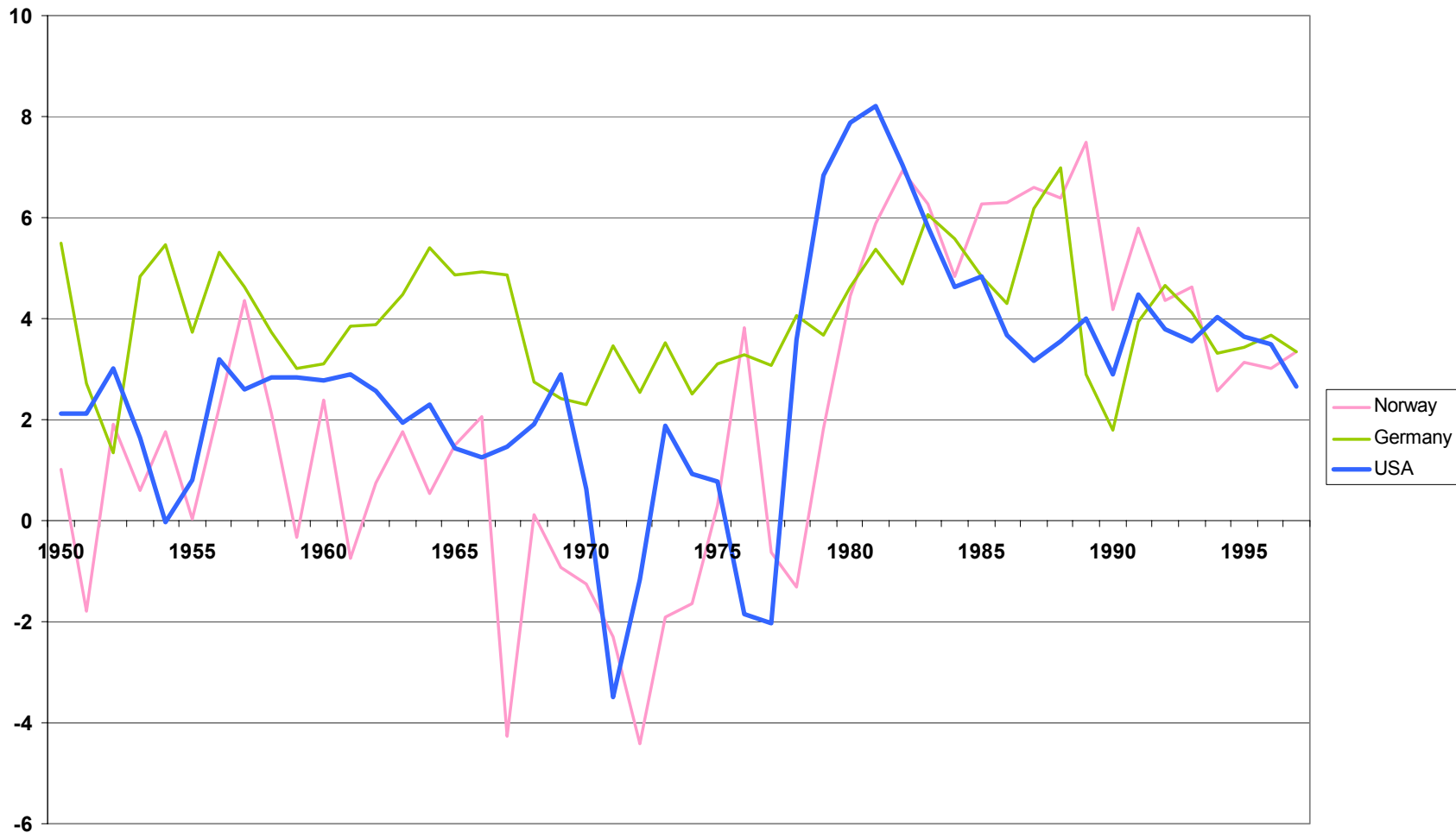
Inflasjonen på 1990-tallet tilbake til passende nivå, for Japan, Tyskland, USA, og Norge. Bemerk at Japan hadde høyeste inflasjon på 1970-tallet, og Norge på 1980-tallet. Tyskland – ikke overraskende – mest stabil utvikling

Figur 14: Realrenten for fire land, 1950-2000, gjennomsnitt over fem tiår



Realrenter – mye hopp og sprett. Igjen er Tyskland mest stabil. Tendens til ”mean reversion”

Figur 15: Realrente i USA, Tyskland og Norge, 1950-2000, årlige observasjoner



Påtakelig grad av sammenfall i realrenten siste 8-10 år. Tilfeldig?

E) SVAR PÅ SPØRSMÅLET

Kapitalbevegelser kan bidra til at likevektskursen etableres hurtigere. Med likevektskurs forstås den kursen som er passe for løpende produksjon av varer og tjenester, og som også tar hensyn til passende resultat på driftsbalansen med utlandet.

Eller kapitalbevegelser kan bidra til at kursen er ”feil” i lang tid.

Uansett er det rimelig å si at kapitalbevegelser gir økt volatilitet i valutakursene. Dette trenger ikke være noe stort problem – det finnes instrumenter for avdekning av slik risiko. Mer bekymringsfullt er det om kursen varig blir liggende feil.