

Kapittel 6 – Hvor mye av bevegelsene i kronekursen kan forklares av rentedifferansen?

Arne Kloster, Raymond Lokshall og Øistein Røisland

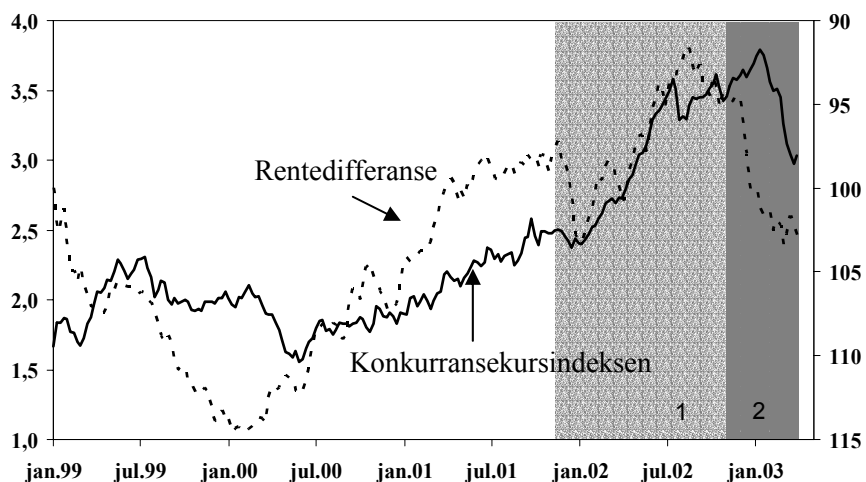
Artikkelen analyserer, innenfor rammen av udekket renteparitet, hvor mye av endringene i kronekursen siden november 2001 som kan tilskrives rentedifferansen. Vi finner at endringene i rentedifferansen kan forklare noe av kursbevegelsene, men andre faktorer har også spilt inn. Blant annet er det å se ut som om risikopremien på kroneplasseringer ble redusert gjennom den perioden kronen har styrket seg.

1. Bakgrunn

Siden begynnelsen av 2001 har kronen styrket seg vesentlig, for siden å svekke seg noe. I denne perioden har kursbevegelsene i stor grad gått sammen med utviklingen i rentedifferansen, jf. Figur 1. Det kan dermed synes nærliggende å slutte at utviklingen i kronekursen i hovedsak kan forklares av rentedifferansen.

At endringene i kronekursen *kvalitativt* sett er i samsvar med utviklingen i rentedifferansen, innebærer imidlertid ikke nødvendigvis at rentedifferansen kan forklare *omfanget* av endringene. For å undersøke hvor mye av kursbevegelsene som alene kan tilskrives økningen i rentedifferansen, deler vi inn perioden i to delperioder: 1) 1. november 2001 til 4. november 2002, og 2) 4. november 2002 til 27. mars 2003. Den spesifikke periodeinndelingen er delvis en følge av datatilgang. Den har likevel faglig interesse, siden periode 1 i hovedsak er karakterisert av en styrking av kronen og en økning i rentedifferansen, mens periode 2 er karakterisert av det motsatte (om enn i noe mindre omfang).

Figur 1. Konkurranskursindeksen og rentedifferansen (12 mnd)



Vi vil i denne artikkelen analysere sammenhengen mellom kronekurs og rentedifferanse innenfor den teoretiske rammen av udekket renteparitet. Dette betyr ikke nødvendigvis at vi tror at udekket renteparitet er en god modell for valutakursen. Teorien om udekket renteparitet gir oss imidlertid et verktøy til å analysere og dekomponere endringer i kronekursen.

Vanligvis benyttes udekket renteparitet til å si noe om hvilken kursutvikling markedet forventet. Normalt vil imidlertid kursen utvikle seg forskjellig fra dette. En grunn til det kan være at markedet har endret sine forventninger om framtidig rente i inn- og utlandet. Dersom for eksempel markedet oppjusterer sine forventninger om framtidig rentedifferanse, vil det isolert sett bidra til at kursen utvikler seg sterkere enn det markedet i utgangspunktet forventet. Fordelen med den metoden vi bruker er at den tar hensyn til både hva rentedifferansen var i utgangspunktet og hvordan markedets forventninger om framtidig rentedifferanse utviklet seg gjennom perioden. Vi viser at mye av styrkingen av kronen fra 2001 til 2002 kan forklares av at markedet hadde oppjustert sine forventninger om framtidig rentedifferanse.

I avsnittet under redegjør vi for metoden. Dette avsnittet krever noe kjennskap til bruk av modellkonsistente forventninger. Resultatene og tolkningene senere i notatet kan imidlertid leses uten at en nødvendigvis forstår alle de tekniske sidene av beregningene.

2. Udekket renteparitet

Udekket renteparitet (URP) sier at den forventede avkastningen skal være den samme uansett hvilken valuta en ønsker å plassere i. Teorien bygger på antagelsen om at aktørene i valutamarkedet er risikonøytrale. Det er imidlertid ganske vanlig i den teoretiske litteraturen å utvide den rene URP-sammenhengen med en (stokastisk) risikopremie. Siden vi i denne artikkelen også diskuterer utviklingen i risikopremien, er det naturlig å ha med denne. På logaritmisk form kan URP da skrives som

$$v_t = E_t v_{t+1} - (i_t - i_t^*) + z_t, \quad (1.1)$$

der v_t er logaritmen til valutakursen i periode t (økning er depresiering), $E_t v_{t+1}$ er forventet valutakurs neste periode, i_t er innenlandsk rentenivå, i_t^* er utenlandsk rentenivå og z_t er en risikopremie. Ren URP, altså at forventet avkastning skal være den samme mellom forskjellige valutaer, innebærer $z_t = 0$. Dersom $z_t \neq 0$ sier ligningen at den forventede *risikojusterte* avkastningen skal være den samme mellom ulike valutaer. Løser en ligning (1.1) suksessivt fremover, finner en

$$v_t = -\sum_{j=0}^{n-1} E_t (i_{t+j} - i_{t+j}^*) + \sum_{j=0}^{n-1} E_t z_{t+j} + E_t v_{t+n}. \quad (1.2)$$

Av dette følger at forskjellen mellom faktisk kurs i periode $t+k$ og den kursen i periode $t+k$ som var forventet k perioder tidligere, er gitt ved

$$\begin{aligned}
v_{t+k} - E_t v_{t+k} &= - \sum_{j=k}^{n-1} (E_{t+k}(i_{t+j} - i_{t+j}^*) - E_t(i_{t+j} - i_{t+j}^*)) \\
&+ \sum_{j=k}^{n-1} (E_{t+k} z_{t+j} - E_t z_{t+j}) + (E_{t+k} v_{t+n} - E_t v_{t+n})
\end{aligned} \tag{1.3}$$

Her uttrykker leddet $\sum_{j=k}^{n-1} (E_{t+k}(i_{t+j} - i_{t+j}^*) - E_t(i_{t+j} - i_{t+j}^*))$ endringer i forventningene om framtidige rentedifferanser – terminrentedifferansen – (frem til periode $t+k+n-1$), leddet $\sum_{j=k}^{n-1} (E_{t+k} z_{t+j} - E_t z_{t+j})$ uttrykker endringer i forventningene om risikopremien og leddet $(E_{t+k} v_{t+n} - E_t v_{t+n})$ er endrede forventninger om kursnivået i periode $t+n$.

Det er vanlig å tolke endringer i langsiktige terminrentedifferanser som endringer i relative inflasjonsforventninger og ikke endringer i langsiktig realrente. Det kan da være hensiktsmessig å skrive URP på ”realform”:

$$e_t = E_t e_{t+1} - (r_t - r_t^*) + z_t, \tag{1.4}$$

hvor $e = v + p^* - p$ er realvalutakursen, $r_t = i_t - E_t(p_{t+1} - p_t)$ er innenlandsk realrente og $r_t^* = i_t^* - E_t(p_{t+1}^* - p_t^*)$ er utenlandsk realrente. p_t er logaritmen til prisnivået, slik at $E_t(p_{t+1} - p_t)$ er forventet inflasjon. Merk at ligning (1.4) følger direkte av (1.1), slik at nominell URP og reell URP er helt ekvivalente. Løser vi (1.4) fremover, får vi et tilsvarende uttrykk som i (1.2):

$$e_t = - \sum_{j=0}^{n-1} E_t(r_{t+j} - r_{t+j}^*) + \sum_{j=0}^{n-1} E_t z_{t+j} + E_t e_{t+n}. \tag{1.5}$$

eller alternativt

$$v_t = p_t - p_t^* - \sum_{j=0}^{n-1} E_t(r_{t+j} - r_{t+j}^*) + \sum_{j=0}^{n-1} E_t z_{t+j} + E_t e_{t+n} \tag{1.6}$$

Den nominelle valutakursen er derfor i følge URP bestemt av dagens forskjell i prisnivå mellom inn- og utland, forventede realrentedifferanser, risikopremier og forventet langsiktig realvalutakurs.¹ Siden prisforholdet overfor utlandet ligger noenlunde fast på kort sikt, vil kortsiktige endringer i kursen i hovedsak reflektere endringer i de tre siste leddene. Det er derfor endringer i realrentedifferansen og ikke endringer i den nominelle rentedifferansen som påvirker kursen på kort sikt.

Inflasjonsforventningene, og dermed realrentene, kan imidlertid ikke observeres direkte. Vi må derfor gjøre noen forutsetninger. En første tilnærming kan være å anta at inflasjonsforventningene ligger fast. Endringen i realrentedifferansen er da lik endringen i den nominelle rentedifferansen. Dette vil være relevant når tilliten til inflasjonsmålet ligger fast.

Brigden et al. (1997)² foretar en oppsplitting av rentedifferansen i en nominell del og en reell del. De antar at alle endringer i terminrentedifferansen for horisonter utover p år representerer kun inflasjonsforventninger. Fram til dette tidspunktet antas det at endringer i terminrentekurven består av både endringer i forventede realrentedifferanser og inflasjonsforventninger. Nærmere bestemt antas inflasjonsforventningskomponenten innenfor p -horisonten å være gitt ved

$$INF = \left(\frac{p}{2}\right) \left(E_{t+k} (i_{t+k+p} - i_{t+p}^*) - E_t (i_{t+k+p} - i_{t+k+p}^*) \right), \quad (1.7)$$

slik at endringer i terminrentekurven innebærer følgende endringer i terminrealrentedifferansen:

¹ For en drøfting av langsiktig realvalutakurs, se artiklene til Akram et al. og Torvik i dette nummeret av Skriftserien.

² A. Brigden, B. Martin og C. Salmon: "Decomposing exchange rate movements according to the uncovered interest rate parity condition". *Quarterly Bulletin*, November 1997.

$$\begin{aligned}
REAL = & \sum_{j=k}^{n-1} (E_{t+k}(i_{t+j} - i_{t+j}^*) - E_t(i_{t+j} - i_{t+j}^*)) \\
& - \left(\frac{p}{2}\right) (E_{t+k}(i_{t+k+p} - i_{t+k+p}^*) - E_t(i_{t+k+p} - i_{t+k+p}^*)).
\end{aligned}
\tag{1.8}$$

Brigden et al. legger til grunn at $p=6$, dvs at endringer i terminrentekurven fra seks år og utover representerer kun inflasjonsforventninger.

Siden det ikke er opplagt hvilke antagelser om inflasjonsforventningene det er naturlig å legge til grunn, har vi benyttet både antagelsen om uendrede inflasjonsforventninger og antagelsen til Brigden et al.

3. Resultater

3.1 Appresieringsperioden

I perioden fra 1. november 2001 til 4. november 2002 styrket den effektive kronkursen, målt ved konkurransekursindeksen, seg med 8,6 prosent. Samtidig økte rentedifferansen, både som følge av høyere rente hjemme og lavere rente i utlandet. Hvor mye av styrkingen kan tilskrives økningen av rentedifferansen? Det er hensiktsmessig å dele kursendringen i to komponenter; den kursendringen som markedet *forventet* i begynnelsen av perioden, og den kursendringen som har inntruffet gjennom perioden og som ikke var forventet ved begynnelsen av perioden, dvs ”nyheter”.

Faktisk kursendring

= (2) forventet kursendring

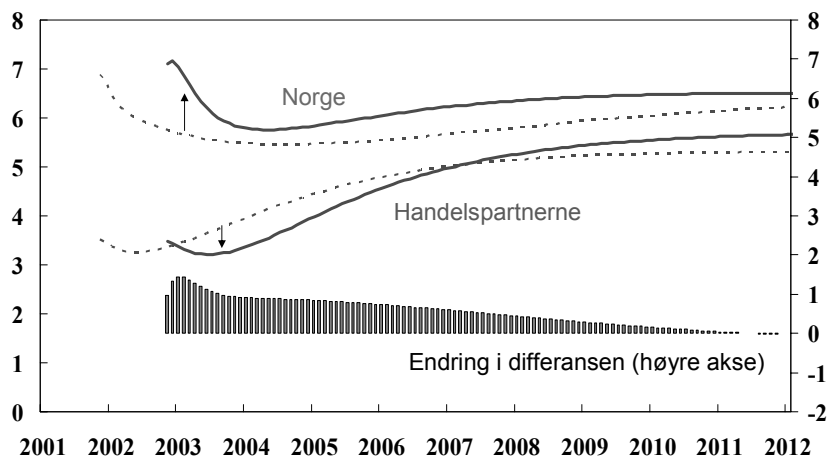
+ (3) ”nyheter”

Dersom streng URP gjelder, var den forventede kursendringen lik ettårs rentedifferanse per 1. november 2001, som var 2,9 prosent. Det impliserer altså at markedet forventet en *svekkelse* av kronen på 2,9 prosent. I følge ligning (1.3) er det tre typer ”nyheter” som kan påvirke kursen: a) nyheter om rentedifferansene, b) nyheter om risikopremien og c) nyheter om det langsiktige nivået på valutakursen. Vi skal foreløpig la b) og c) ligge og konsentrere oss om nyhe-

tene om rentedifferansen.

Dersom både inflasjonsforventningene, risikopremien og forventet langsiktig valutakurs er uendret, vil kursstyrkingen være lik de akkumulerte endringene i terminrentedifferansene, dvs arealet under den nederste kurven figur 2. Den akkumulerte endringen i terminrentedifferansene fra 1. november 2001 til 4. november 2002 er 4,9 prosentpoeng. ”Nyhetene” angående rentedifferansen gjennom perioden skulle altså isolert sett tilsi en styrking av kronen på 4,9 prosent i forhold til det kursnivået som var forventet for ett år siden. Siden kursen i denne perioden styrket seg med 8,6 prosent, mens den i følge (streng) URP var forventet å svekke seg med 2,9 prosent, måtte den akkumulerte økningen i terminrentedifferansene ha vært $8,6+2,9=11,5$ prosentpoeng for å fullt ut forklare kursbevegelsen. Men siden økningen kun var på 4,9 prosentpoeng, følger det at økningen i rentedifferansen i denne perioden bare kan

Figur 2. Terminrenter
1. november 2001 og 4. november 2002



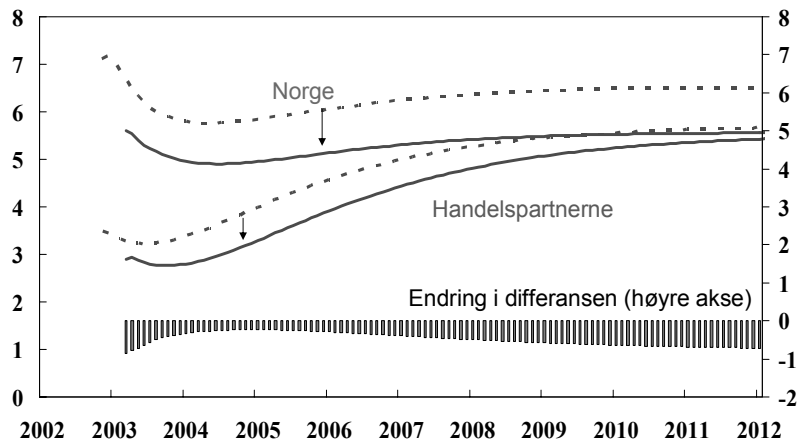
Tabell 1. Endring i KKI fra 1. november 2001 til 4. november 2002

Prosent, prosentpoeng i kursiv.		
Faktisk kursutvikling	(1)	8,6
hvorav:		
Forventet	(2)	- 2,9
”Nyheter”	(3)=(1)-(2)	11,5
Akkumulert endring i terminrentene		
hvorav:	(4)	4,9
Realdel	(5)	3,6 - 4,9
Inflasjonsforventninger	(6)=(4)-(5)	0 - 1,3
Bidrag fra rentedifferansen	(7)=(2)+(5)	0,7 - 2,0
Residual: Uforutsette endringer i risikopremie og langsiktig kurs	(8)=(1)-(7)	6,6 - 7,9

forklare litt under halvparten av styrkingen av kronen. Dersom vi legger til grunn at noe av økningen i terminrentedifferansene skyldtes økte inflasjonsforventninger, vil rentedifferansen forklare enda mindre av styrkingen. Med forutsetningene til Brigden et al. gir økningen i nominelle terminrentedifferanser en økning i akkumulerte termin*real*rentedifferanser på 3,6 prosent.

Resultatene er sammenfattet i tabell 1. Intervallet i nederste halvdel av figuren framkommer som et resultat av de to alternative antagelsene om endringer i inflasjonsforventninger. Hvis vi legger streng URP til grunn, finner vi at mellom 6,6 og 7,9 prosentpoeng av den samlede styrkingen på 8,6 prosent skyldes andre faktorer enn rentedifferansen. Som vi kommer tilbake til i avsnitt 4, er det ikke sikkert at markedet forventet en kronesvekkelse på 2,9 prosent i tråd med rentedifferansen per 1. november 2001. Dersom det var en positiv risikopremie på kroneplaseringer, forventet markedet en mindre svekkelse enn dette. Da ville en større andel av

Figur 3. Terminrenter
4. november 2002 og 27. mars 2003



kursstyrkingen kunne bli forklart av økningen i rentedifferansen. Hvis vi for eksempel går ut fra at markedet forventet uendret kurs, noe som ikke er helt urealistisk å legge til grunn, ville økningen i rentedifferansen forklare om lag halvparten av kursstyrkingen.

3.2. Depresieringsperioden

I perioden fra 4. november 2002 til 27. mars 2003 svekket kronen seg 4 prosent. Rentenivået og renteforventningene i både Norge og utlandet ble redusert, men terminrentene i Norge gikk mer ned enn i utlandet, slik at rentedifferansen overfor utlandet ble redusert, jf. figur 3.

Ren URP ($z_t = 0$) impliserer at markedet forventet en svekkelse i tråd med rentedifferansen per 4. november 2002, dvs 1,2 prosent. Gjennom perioden gikk de akkumulerte terminrentedifferansene ned med 4,5 prosent. Dersom vi legger til grunn antagelsen om uendrede inflasjonsforventninger, tilsier URP at utviklingen i rentedifferansen skulle gitt en kurssvekkelse på $1,2+4,5=5,7$ prosent, dvs en større svekkelse enn den som faktisk skjedde. En vesentlig del av nedgangen i terminrentedifferansene kom imidlertid på 5 – 10 års sikt (se figur 3). Det er grunn til å tro at mye av denne nedgangen skyldes likviditetsforhold i den lange enden av

obligasjonsmarkedet og som derfor ikke kan tilskrives rene rente- eller inflasjonsforventninger. Det er derfor grunn til å se bort fra nedgangen i denne delen av terminrentekurven. Forutsetningen til Brigden et al. gjør imidlertid *de facto* dette, siden de tilskriver endringer i langsiktige terminrenter kun endringer i inflasjonsforventninger. Med deres forutsetning impliserer nedgangen i den nominelle terminrentedifferansen en nedgang i termin*real*rentedifferansen på 0,63 prosentpoeng, dvs en svekkelse av kronkursen på 0,6 prosent utover den svekkelsen som var forventet. Trolig vil denne antagelsen gi for liten svekkelse, mens antagelsen om uendrede inflasjonsforventninger overdriver svekkelsen, slik at det mest realistiske tallet ligger et sted i mellom. Resultatene er oppsummert i tabell 2.

Tabell 2. Endring i KKI fra 4. november 2004 til 27. mars 2003

Prosent, prosentpoeng i kursiv.

Faktisk kursutvikling	(1)	- 4,0
hvorav:		
Forventet	(2)	- 1,2
”Nyheter”	(3)=(1)-(2)	- 2,8
Akkumulert endring i terminrentene		
hvorav:	(4)	- 4,5
Realdel	(5)	- (0,6 – 4,5)
Inflasjonsforventninger	(6)=(4)-(5)	- 3,9 – 0,0
Bidrag fra rentedifferansen	(7)=(2)+(5)	- (1,8 – 5,7)
Residual: Uforutsette endringer i risikopremie og langsiktig kurs	(8)=(1)-(7)	- 2,2 – 1,7

4. Risikopremien på kronen

Risikopremien på norske kroner er definert som forventet meravkastning av å plassere i kroner relativt til utenlandsk valuta. Løser vi ligning (1.1) foran mhp z_t , har vi at

$$z_t = i_t - i_t^* - (v_{t+1}^e - v_t) \quad (1.9)$$

En positiv risikopremie kan for eksempel innebære at en positiv rentedifferanse på plasseringer i norske kroner ikke oppveies av en forventet depresiering av kronekursen. En reduksjon i risikopremien kan komme av at rentedifferansen blir mindre uten at forventningene til depresieringen endres. Større forventet depresiering og uendret rentedifferanse innebærer også lavere risikopremie.

I forrige kapittel så vi at endringer i terminrentedifferansen ikke fullt ut kunne forklare endringer av kronekursen. Blant annet hadde kronekursen i en periode styrket seg mer enn det økningen i terminrentedifferansen isolert sett skulle tilsi. Avviket kan enten forklares med endrede forventninger om nivået på kronekursen på lang sikt (fram mot ti år fram i tid) og/eller lavere risikopremie. Det som ikke kan tilskrives endrede forventninger om framtidig nivå på kronekursen, må tilskrives endret risikopremie.

Vi kan få informasjon om risikopremien på norske kroner og eventuelle bevegelser i denne ved å se på forventet framtidig kronekurs sammen med dagens valutakurs og rentenivået i Norge og i utlandet, se ligning (1.9). Renter og valuta handles i penge- og valutamarkedet daglig og prisene kan lett observeres. Den forventede kursen på et framtidig tidspunkt kan imidlertid ikke observeres direkte.

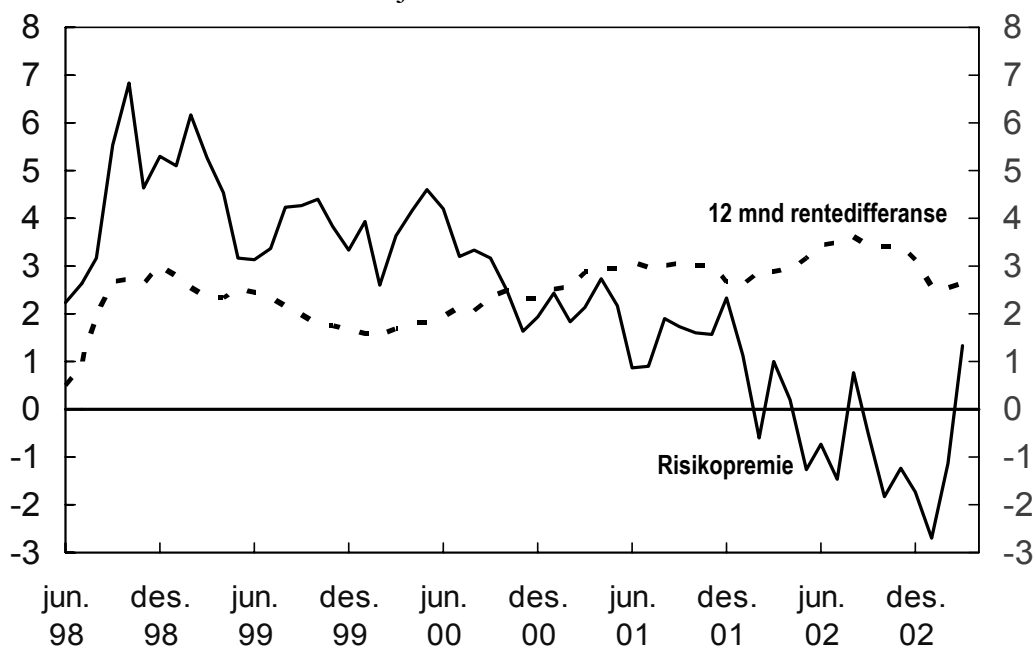
Et uttrykk for framtidig forventet kronekurs kan fås ved å spørre prognosemakere og analytikere om hva de tror valutakursen vil være på et framtidig tidspunkt. Consensus Economics Inc. foretar en slik spørreundersøkelse hver måned og rapporterer gjennomsnittlig verdi for en rekke valutaer i publikasjonen.³ Horisontene er tre måneder, ett år og to år.

³ Data fra Consensus Forecasts for Norge er tilgjengelig siden juni 1998.

Vi kan bruke de oppgitte kursene i Consensus Forecasts til å finne forventet kronekurs mot en rekke valutaer. Den effektive kronekursen (tilnærming til konkurransekursindeksen) og renten for handelspartnerne fremkommer ved å se på vektete gjennomsnitt for valutakurs og renter for de åtte viktigste handelspartnerne. Vi ser her på forventet kronekurs på ett års sikt og på 12-måneders pengemarkedsrenter.

Figur 4 viser utviklingen risikopremien på ett års sikt og tolv måneders rentedifferanse mot handelspartnerne fra juni 1998 og fram til mars i år. Vi har hatt positiv rentedifferanse mot handelspartnerne i hele perioden. Fram til begynnelsen av 2002 var risikopremien positiv. I denne perioden ble ikke positiv rentedifferanse oppveid av en stor nok forventet depresiering, og det var en positiv forventet meravkastning ved å plassere i norske kroner. Fram til september 2000 var det forventninger om appresiering. Dette gjorde den forventede meravkastningen større enn rentedifferansen.

Figur 4. Risikopremien
juni 1998 – mars 2003



Risikopremien har siden begynnelsen 2000 blitt redusert. Fra begynnelsen av 2002 har risikopremien gjennomgående vært negativ. Negativ risikopremie innebærer at den forventede depresieringen mer enn oppveier den positive rentedifferansen. Det er da en forventet mindreaktning ved å plassere i norske kroner.

En aktør kan godta en forventet mindreaktning på én plassering hvis denne plasseringen bidrar til å redusere den samlede risikoen for alle plasseringene aktøren har gjort. Reduksjonen i risikopremien på norske kroner kan henge sammen med at kronen har utgjort en sikring mot annen risiko i finansielle markeder. Flere markedsaktører har blant annet pekt på kroner som en ”trygg-havn-valuta” i forhold til økt krigsrisiko og fare for store utslag i oljeprisen.⁴

Tallene fra Consensus Forecasts, sammen med rentedifferanser og spotkurser, tyder på at risikopremien for plasseringer i norske kroner har falt. Risikopremien ser nå ut til å være lav. Innenfor analyserammen i forrige kapittel bidrar redusert risikopremie isolert sett til en styrking av valutakursen. Denne styrkingen kommer i tillegg til den styrkingen som følger av økende rentedifferanse alene.

I november 2001 var vår indikator på risikopremien rundt 2 prosentpoeng. Selv om rentedifferansen var på rundt 3 prosentpoeng, kan dette tyde på at den forventende svekkelsen av kronen fram mot november 2002 kun var på om lag 1 prosent. Fra november 2001 til november 2002 økte terminrentedifferansen med knappe 5 prosentpoeng. Innenfor analyserammen i forrige kapittel innebærer dette isolert sett en styrking av kronekursen på 5 prosent. I samme periode ble risikopremien på ett års sikt redusert med rundt 3 prosentpoeng. Dersom endringen kun gjelder på ett års sikt, tilsier en slik reduksjon isolert sett en styrking av kronekursen på 3 prosent. Den samlede virkningen av økt terminrentedifferanse og lavere risikopremie kan tilsi en styrking av kronekursen på rundt 8 prosent. Dersom risikopremien i utgangspunktet var på 2 prosentpoeng, var den uventede styrkingen i kronekursen i perioden på 9,6 prosent. Hvis endringen i risikopremien forventes å være mer langvarig blir effekten på kronekursen større.

⁴ For en nærmere analyse av faktorer som kan ha bidratt til å redusere risikopremien, se artikkelen til Naug i dette nummeret av Skriftserien.

Analysen her forutsetter at anslagene på framtidig kronkurs som er oppgitt i Consensus Forecasts reflekterer markedsaktørenes faktiske forventninger til framtidig kurs. De som oppgir anslagene er imidlertid ikke aktører selv, men prognosemakere og analytikere i ulike institusjoner. Selv om forventningene kan avvike, er avviket over tid trolig ikke stort. Det kan også være variasjoner i hvor ofte anslagene fra de ulike institusjonene oppdateres. Dersom anslagene ikke oppdateres ofte og spotkursen endrer seg mye, kan dette fremkomme som endrede forventninger til kursbevegelser selv om det ikke er gjort en ny vurdering av framtidig kursbevegelse. Ved å betrakte risikopremien over noe tid vil også disse effektene trolig være små.

5. Konklusjoner

Vi har i denne artikkelen dekomponert kronkurs- og rentebevegelsene innenfor rammen av udekket renteparitet. Vi har sett spesielt på to perioder: 1. november 2001 til 4. november 2002, og 4. november 2002 til 27. mars 2003. Den første perioden er karakterisert av en styrking av kronen og en økning i rentedifferansen. Den andre perioden er preget av en kurssvkkelse og nedgang i rentedifferansen. I den første perioden finner vi at rentedifferansen bare kan forklare inntil halvparten av styrkingen av kronen. I følge vår teoretiske ramme må den resterende styrkingen skyldes en kombinasjon av en nedgang i risikopremien på kroneplasseringer og forventninger om et sterkere langsiktig realkursnivå for kronen. I den andre perioden kan hele kursvekkelsen potensielt forklares av nedgangen i rentedifferansen i denne perioden. Dette anslaget er imidlertid svært følsomt overfor hvilke forutsetninger en gjør om relevansen av langsiktige terminrentedifferanser for kronekursen.

Selv om ikke risikopremien er direkte observerbar, har vi laget en indikator for den ved å benytte kursforventninger hentet fra spørreundersøkelsene til Consensus Forecasts. Basert på denne informasjonen ser det ut til at risikopremien gikk vesentlig ned i den perioden hvor kronen styrket seg. Dette kan ha sammenheng med at kronen i noen grad kan ha blitt ansett som en ”trygg havn”, for eksempel fordi den kunne gi en viss sikring for investorer mot tap ved økt oljepris.

Kapittel 7 – Faktorer bak utviklingen i kronkursen – en empirisk analyse¹

Bjørn E. Naug

Den effektive kronkursen styrket seg markert fra mai 2000 til januar 2003. Artikkelen analyserer faktorer bak denne styrkingen ved hjelp av en estimert modell for kronkursen (konkurransekursindeksen) basert på månedsdata. Vi finner at appresieringen kan knyttes til at renteforskjellen mot utlandet (a) økte sterkt fra våren 2000 til november 2002 og (b) var positiv og høy i hele appresieringsperioden. Den økte renteforskjellen kan forklare om lag førti prosent av appresieringen fra mai 2000 til januar 2003. Den positive renteforskjellen gjorde at kronen styrket seg som følge av børsfall ute og lavere forventede svingninger mellom hovedvalutaene. Denne effekten kan forklare mer enn halvparten av kronestyrkingen. Appresieringen i 2002 har også sammenheng med at oljeprisen økte kraftig og at kronen fungerte som geopolitisk tilfluktsvaluta. Endret renteforskjell har sterkest effekt på kronkursen når aksjekursene har falt sterkt over en halvårsperiode og når hovedvalutaene forventes å svinge lite seg imellom. Da er investorene forsiktige og skeptiske til muligheten for å hente (store) kursgevinster i aksje- og valutamarkedene. I en slik situasjon vil de legge større vekt på renteforskjeller enn når aksjekursene har økt sterkt og når hovedvalutaene forventes å svinge mye. Siden aksjekursene og de forventede svingningene mellom hovedvalutaene har falt de siste årene, betyr dette at kronkursen har blitt mer følsom overfor renteendringer. Kronen vil svekke seg med om lag 5¾ prosent over tid dersom renteforskjellen faller med ett prosentpoeng samtidig som børsutviklingen og de forventede valutasvingningene ute er som i mai 2003.

¹ Takk til Jan F. Qvigstad, Dagfinn Rime, Ida W. Bache og Ragnar Nymoen for nyttige innspill og diskusjoner. Synspunktene i artikkelen står for forfatterens regning.