

Krona på rätt kurs? — noen kommentarer

Olav Syrstad
(Handelshøyskolen BI)

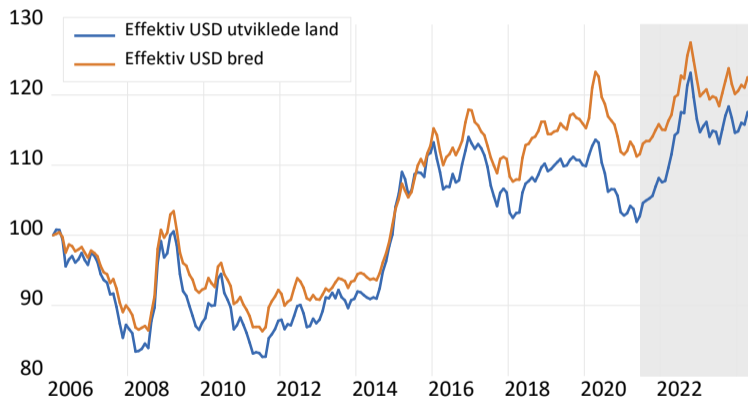
17. juni, 2024

Rapporten

- Omfattende og veldig interessant rapport - lengre perspektiv enn det kortsiktige fokuset som typisk preger mediabildet
- Små endringer i effektiv nominell valutakurs fra 1993, men variasjoner over tid
- Realkursen (målt ved KPI) har depreciert mot euro og dollar de siste 10 årene
 - Kan ikke forklares med produktivtetsutvikling eller bytteforholdet
 - Justeringseffekter i KPI
 - PPP-kursen (forskjellig varekurv) viser ikke samme grad av depresiering
- Antakelig ligger en betydelig del av forklaringen på den reelle depresieringen i den nominelle kursutviklingen
- Den nominelle depresieringen av svenske (og norske) kroner mot dollar den siste tiden vanskelig å forklare
 - jeg vil ta utgangspunkt i egen forskning og dele noen supplerende vurderinger til denne delen av rapporten (berørt i kap 4, 7, 8 og 9)

Amerikanske dollar har styrket seg ...

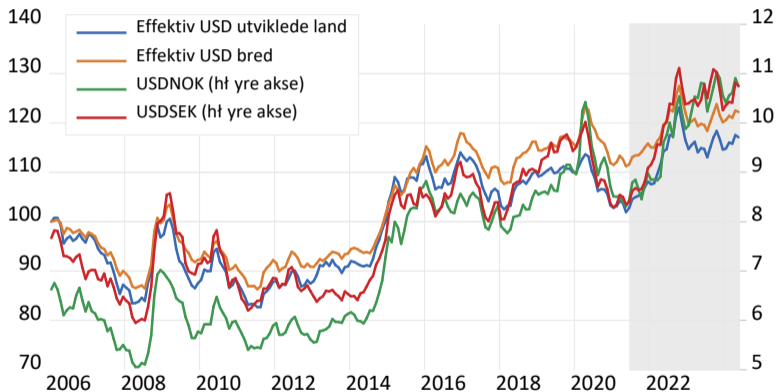
Nominell effektiv dollarkurs (handelsvektet indeks: 2006 = 100)



Kilde: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

Amerikanske dollar har styrket seg: SEK og NOK samme mønster

Nominell effektiv dollarkurs (handelsvektet indeks: 2006 = 100)



Kilde: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

Utviklingen lar seg ikke forklare av rentedifferanser

- Vanskelig å forklare svekkelsen av SEK, NOK og andre valutaer med rentedifferanser
 - Endringene i rentedifferansen er for små i forhold til endringene i valutakursen (uavhengig av hvilke renter man ser på)
- I et UIP-perspektiv betyr dette at mye av de nominelle valutakursbevegelsene skyldes risikopremier
- Risikopremiene varierer betydelig over tid

Hva påvirker risikopremien?

- Empirisk litteratur: den såkalte «dollar-faktoren» forklarer en betydelig del av tverrsnittet av valutaavkastning - dollaren styrker seg når finansielle forhold er mer usikre
- Minner om det vi har sett siden midten av 2021
- Hvorfor styrker dollaren (og euroen) seg i usikre tider? En mulig forklaring:
 - Porteføljeskift generert av etterspørsel etter valutasikring
- En annen forklaring på den svake utviklingen i SEK og NOK:
 - Tillit

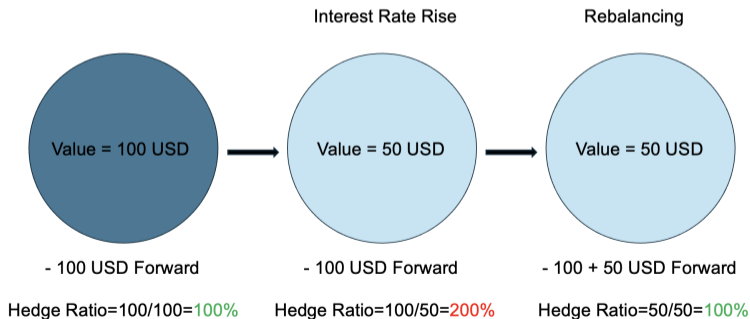
Valutasikret sparing i utlandet og rebalansering av sikringsgraden

- Når verdien på valutasikrede investeringer i utenlandsk valuta faller, øker sikringsgraden
- Valutasikrede investorer (fond, forsikring og pensjon) må selge lokal valuta (SEK) for å få sikringsgraden tilbake til nivået før verdifallet på investeringene (rebalansering):

Gjenopprette opprinnelig sikringsnivå

Valutasikret sparing i utlandet og rebalansering av sikringsgraden

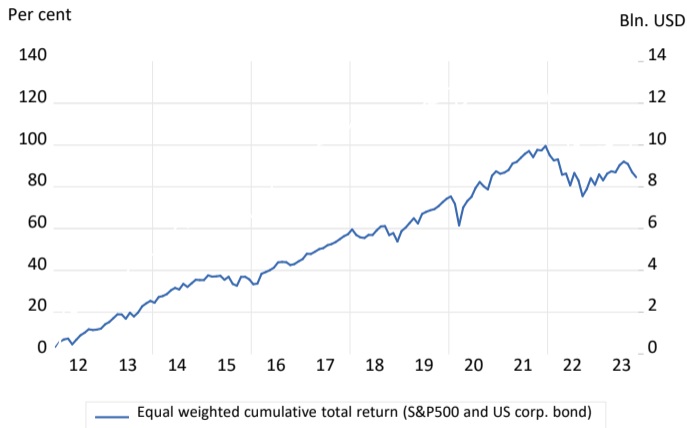
- Når verdien på valutasikrede investeringer i utenlandsk valuta faller, øker sikringsgraden
- Valutasikrede investorer (fond, forsikring og pensjon) må selge lokal valuta (SEK) for å få sikringsgraden tilbake til nivået før verdifallet på investeringene (rebalansering):
Gjenopprette opprinnelig sikringsnivå



Valutasikret sparing i utlandet og rebalansering av sikringsgraden

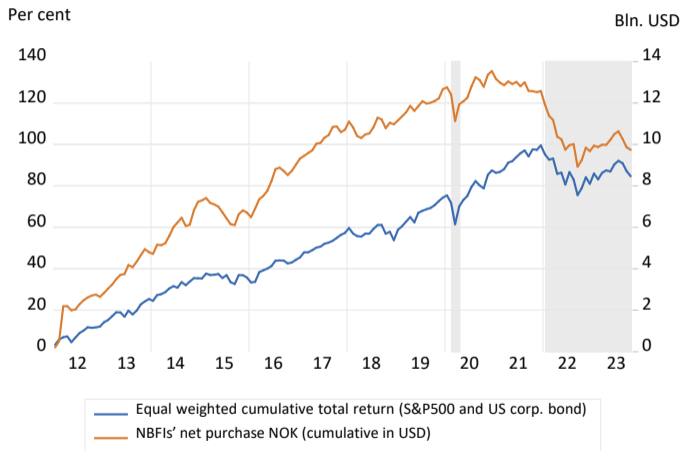
- Dersom man skal opprettholde sikringsgraden vil endringer i porteføljeverdien gi opphav til ordrestrømmer i valutamarkedet
- Er verdifallet stort og sammenfallende på tvers av aktivaklasser kan ordrestrømmene bli store og utgjøre et betydelig porteføljeskift i valutamarkedet
- I et marked som ikke er perfekt elastisk trenger aktørene kompensasjon for å absorbere slike ordrestrømmer
- Dette er analogt til bevisste endringer i sikringsgraden
 - Eksempel på samme mekanisme men motsatt fortegn: Riksbanken sikrer deler av valutareservene: Sikringsgraden opp - kjøp av SEK

Avkastning i USD



Kilde: Valutahandelstatistikken (Norges Bank) og Bloomberg

Avkastning i USD og finansielle aktørers nettokjøp av NOK (ikke-bank)



Kilde: Valutahandelstatistikken (Norges Bank) og Bloomberg

Analyse av utviklingen i norske kroner

- I Sizova, Syrstad og Sævareid (2024) bruker vi detaljerte transaksjonsdata til å dokumenter denne mekanismen for fond og pensjons- og forsikringsselskaper
- Finner sterk sammenheng mellom sikrede verdipapirfonds avkastning og valutatransaksjoner
- Disse transaksjonene ser ut til å ha hatt betydelig effekt på den norske kronekursen mot både USD og EUR
- Resultatene indikerer at norske NBFIs ordrestrømmer kan være en god proxy på liknende strømmer i andre små åpne økonomier og har forklaringskraft på tvers av valutapar

- Tillit er viktig for effektiv politikk – ikke minst pengepolitikk
- I debatten om den norske kronen de siste årene har det vært flere varianter av tillitsargumentet:
 - Svekket tillit til norsk økonomi
 - Svekket tillit til norske rammebetingelser
 - Svekket tillit til sentralbanken
- Det er vanskelig å få disse argumentene til å stemme med de sammenfallende valutabevegelsene vi har sett i små åpne økonomier

- Sentralbankene i avanserte økonomier har både kredibilitet og tillit
 - Små forskjeller i disse sentralbankenes mandat, uavhengighet, og reaksjonsfunksjon
- Men:
 - Usikkerhet knyttet til høy inflasjon, særlig i små åpne økonomier som samtidig opplever svak valutakurs
 - Slik usikkerhet skal i utgangspunktet være tatt høyde for i rentemarkedet – risikopremie i renter med lengre løpetid.
 - Kan allikevel ikke utelukke at denne usikkerheten sammen med lav likviditet i mindre valutaer forsterker effektene av ulike typer porteføljeskift (for eksempel knyttet til rebalansering av sikringskontrakter)

Avsluttende merknader

- Både norske og svenske kroner oppfattes nå som svært svake - denne oppfattelsen er sannsynligvis forsterket av at begge valutaene var historisk sett på sterke nivåer (særlig mot dollar) i perioden 2006-2013
- Det er vanskelig å forklare disse kursbevegelsene - kan forsterke følelsen av at vi har "skvalpvalutaer" og gir rom for en rekke ulike tolkninger
- Rapporter som denne og videre forskning på hva som driver risikopremiene er derfor viktig