

KJØPEKRAFTSPARITET FOR VARER SOM HANDLES INTERNASJONALT

Februar 2011

(Oversatt til norsk på oppdrag fra Finansdepartementet)

Sammendrag

En stor mengde empirisk forskning dokumenterer sammenhengen mellom nominelle valutakurser og relative priser over landegrensene. Selv om det finnes utmerkede oversikter i faglitteraturen om dette emnet, konsentrerer de seg stort sett eller bare om bredt sammensatte kurver med varer og tjenester der en betydelig andel ikke handles internasjonalt. Formålet med denne artikkelen er å gi en sammenfatning av den empiriske faglitteraturen om avvik fra loven om én pris anvendt på varer eller tjenester som handles internasjonalt – dvs. påstanden om at prisforskjellene for likeartede varer, uttrykt i en felles valuta, har en tendens til å jevne seg ut over tid. Vi konkluderer med at en grundig gjennomgang av litteraturen viser at denne formen for kjøpekraftsparitet er gyldig i det lange løp for et bredt utvalg av varer og tjenester som handles internasjonalt, og for et bredt spenn av valutaer. En følge av dette er at valutarisikoen er relativt liten for en langsiktig investor.

1 Innledning

I denne undersøkelsen diskuteres den grunnleggende byggesteinen for kjøpekraftsparitet (KKP), nemlig loven om én pris (LEP). LEP tar for seg prisene målt i felles valuta for likeartede varer på enkeltvarenivå, og sier at når slike varer handles internasjonalt, bør de omsettes til samme pris målt i felles valuta, uten hensyn til geografisk lokalisering. Når man samler forskjellige omsettelige varer og tjenester i en sektor og så legger sammen forskjellige sektorer, finner man at de kurvene med varer og tjenester man får, bør selges til samme pris: Dette er betydningen av begrepet KKP for varer som handles internasjonalt. Når man legger til andre varer og tjenester, herunder varer som ikke handles internasjonalt, kommer man til den konvensjonelle KKP-hypotesen, som sier at nasjonale prisnivåer bør være like når de uttrykkes i en felles valuta.

Det foreligger mange studier av KKP, men denne studien konsentrerer seg hovedsakelig om varer og tjenester som handles internasjonalt, snarere enn bredt sammensatte kurver der en betydelig andel ikke handles internasjonalt. Målet er særlig å forstå hva som ligger i avvik fra LEP anvendt på slike varer eller sektorer, basert på resultater fra eksisterende empirisk forskning som er publisert i ledende fagtidsskrifter. For å foregripe vår konklusjon, viser vi at en grundig gjennomgang av faglitteraturen viser at LEP er gyldig over lange tidsrom for de relevante varene og tjenestene, og at justeringen skjer på en måte som ikke er lineær, slik at jo større avviket fra pariteten har vært, jo raskere har justeringen tilbake til paritet vært.

Studien starter med en kort innledning som gir en oversikt over det økonomiske grunnlaget for og definisjonene av KKP og LEP. Den oppsummerer så kort den gjeldende forståelsen innen faget når det gjelder gyldigheten av KKP på lang sikt og anvendt på bredt sammensatte kurver av varer og tjenester, først og fremst basert på de eksisterende oversiktsartiklene Sarno og Taylor (2002), Taylor og Taylor (2004) og Sarno (2008). Det er nyttig å starte med KKP, da de generelle økonomiske og økonometriske forholdene omkring KKP-avvik er de samme som for LEP. Det store flertall av studier på dette forskningsområdet fokuserer på KKP og gir således også en indikasjon når det gjelder å forstå gyldigheten av LEP.

Den sentrale delen av studien fokuserer på den konkrete delen av den relevante faglitteraturen som analyserer avvik fra LEP anvendt på enkeltstående varer og tjenester og bestemte sektorer. Hovedvekten vil derfor være på varer og tjenester som handles internasjonalt. Denne faglitteraturen er av mindre omfang enn når det gjelder KKP, men er likevel betydelig, og den er pr. i dag ikke oppsummert i en oversiktsartikkel. Det er nettopp dette hullet denne studien skal tette, med det endelige mål å beskrive dagens situasjon når det gjelder kjennskap til hva som ligger i avvik fra LEP, herunder hvordan avvik fra LEP varer ved (hvor raskt man er tilbake til LEP), og hvilken natur de initielle forstyrrelsene i økonomien har. I sin tur vil konklusjonene fra en slik sammenfattende lesning av faglitteraturen gi grunnlag for konklusjoner når det gjelder relevansen av valutarisiko for en langsiktig investor når det gjelder beslutninger om fordeling av internasjonale aktiva. Kort sagt vil diskusjonen følge en liknende oppbygging som de ledende oversiktene over KKP, men med et mer spesifikt fokus på varer som handles internasjonalt og en spesifikk beskrivelse av noen av de sentrale studiene som best har analysert dette.

Resten av denne studien er disponert som følger: Avsnitt 2 gjennomgår faglitteraturen om KKP som en nyttig innføring, mens avsnitt 3 definerer LEP for omsettelige varer og dens tilknytning til KKP. Avsnitt 4 gir en oversikt over relevant empirisk litteratur om LEP, fulgt av en ytterligere drøftelse i avsnitt 5. Et avsluttende avsnitt gir en kort oppsummering og konklusjon.

6 Konklusjon og implikasjoner

Denne artikkelen har gitt en oversikt over det empiriske grunnlaget for avvik fra LEP og KKP for varer som handles internasjonalt. Selv om det må sies at det nok foreløpig ikke foreligger full enighet innenfor fagområdet, er det etter hvert gryende samstemmighet om synet om at avvik fra LEP er midlertidige, og at LEP derfor er gyldig i det lange løp for et bredt utvalg av varer og tjenester som handles internasjonalt.

En lovende retning innen forskningen som bidrar til vår forståelse av hvordan avvik fra LEP skjer, er etter vårt syn undersøkelsene av ikke-lineære tilpasninger mot den langsiktige likevekten som ligger i LEP (f.eks. Obstfeld og Taylor, 1997; Sarno, Taylor og Chowdhury, 2004; Blavy og Juvenal, 2009). Sarno, Taylor og Chowdhury (2004) gir f.eks. støtte for ikke-lineær tilbakevending til LEP for flere større valutaer og bransjer i perioden etter Bretton Woods. De viser imidlertid også at det forekommer rigide priser og uensartede forhold på tvers av varetyper og valutaer, slik man måtte vente.

Mens det ville være altfor enkelt å tro at alt som påvirker valutakurser er varepriser, viser de empiriske studiene som er omhandlet her, at LEP i det minste er en god første tilnærming til å forstå sammenhengen mellom valutakurser og varepriser på

tvers av landegrensene. Sagt på en annen måte, hvis priser for enkeltvarer ikke konvergerer mot samme tall over tid (når de er uttrykt i samme valuta), må tendensen være liten nok til å være statistisk og økonomisk insignifikant. Våre undersøkelser av direkte mål på absolutt KKP ved bruk av data fra OECD, viser at slike direkte målinger gir klar støtte til KKP som en gyldig internasjonal paritetsbetingelse.

Når det gjelder implikasjoner for en investor med lang horisont og en diversifisert internasjonal portefølje av aksjer og obligasjoner, synes det klart at det er lite behov for å sikre mot valutarisiko. Hvis KKP gjelder for kurver av omsettelige varer, er den langsiktige avkastningen fra diversifiserte porteføljer stort sett upåvirket av valutarisiko.

Dette betyr selvfølgelig ikke at en langsiktig investor ikke har grunn til å investere i valutamarkeder. Det betyr ganske enkelt at ethvert valg om å investere i valutamarkedene er eller bør bli ledsaget av et ønske om å oppnå en risikopremie som er forskjellig fra den som genereres fra f.eks. aksjer eller obligasjoner. Helt siden Fama (1984) har det vært godt kjent at det finnes en risikopremie i valuta fordi høyrentevalutaer har en tendens til å appresiere over tid, eller i det minste ikke depresiere så mye at det oppveier for renteforskjellen (Burnside m.fl., 2011, Menkhoff m.fl., 2011). Dette bekreftes også i en bredere analyse av porteføljene til langsiktige investorer som ønsker å minimere risiko (f.eks. Campbell, Serfaty-de-Medeiros og Viceira, 2010). For en investor som nærmest har evigheten som horisont synes valutasikring imidlertid uklokt og faktisk unødvendig.