

Valutakurs og inflasjonsforventninger

revidert 2. oktober 2004. Tidligere versjon publisert i *Dagens Næringsliv*.

Kai Leitemo, førsteamanuensis i makroøkonomi, Handelshøyskolen BI og redaktør av economics.no

I en liten åpen økonomi som den norske, vil utviklingen i valutakursen ha stor betydning for inflasjonsutviklingen. Inflasjonsprognoser som ikke grunnes i begrunnede forventninger til valutakursen, vil systematisk avvike fra den faktiske inflasjonen. Dersom en inflasjonsstyrende sentralbank setter rentene basert på slike ufullstendige prognoser, vil rentene systematisk avvike fra en bane som gir det beste grunnlaget for stabil inflasjon og sysselsetting. Det er derfor viktig at sentralbanken både danner seg forventninger om valutakursutviklingen, gir uttrykk for og tar hensyn til disse i politikktutforming. Dette gjelder uavhengig av hvor stor usikkerheten knyttet til valutakursutviklingen er.

I sine vurdering av inflasjonsutsiktene, legger Norges Bank til grunn en uforandret valutakurs i prognoseperioden som en "teknisk forutsetning". Det er imidlertid uklart for meg hvilket kriterium som ligger bak dette valget. Det kan bety at dette faktisk er bankens forventninger til utviklingen i valutakursen, men det kan også bety at banken knytter så stor usikkerhet til utviklingen i valutakursen at en ikke ønsker å gi uttrykk sine forventninger. Dersom vi legger den første tolkningen til grunn, og sentralbanken dermed antar at alle sjokk til valutakursen er permanente, sier en implisitt at sentralbanken ikke har muligheter til å påvirke kursen gjennom valg av renten. Dette er i så fall et kontroversielt syn. Teoretisk så vel som empirisk forskning tyder på at renten har effekter på valutakursen. Dette er også den rådende oppfatning i den norske debatten.

Den andre tolkningen, som virker mer plausibel, er at en antar en uforandret valutakurs fordi det knytter seg stor usikkerhet til valutakursutviklingen. Sjøøkonom Inge Furre forsvarer dette synet i sin artikkel "Naivt om kronen" (DN, 14. mai, 2004) at Norges Bank ikke har "spesielle forutsetninger for å uttale seg om hvilken vei kronkursen vil ta" og synes derfor at en forutsetning om at den ikke vil endre seg er egnet. Rent bortsett fra at en da faktisk baserer sine beslutninger på en bestemt utvikling i kursen (konstans), kunne det jo tenke seg at banken har andre oppfatninger om kroneutviklingen, som kunne egne seg til å forbedre inflasjonsprognosene. I en tale 10. april i år antyder sentralbanksjefen at rentene har effekter på valutakursen: "Renteforskjellen mellom Norge og utlandet bidro til en styrking av kronen... Siden siste halvdel av januar har kronen svekket seg. Forventninger om lavere rente har trolig vært en medvirkende forklaring." De fleste vil konkludere med at sentralbanken vet mer om fremtidig renteutviklingen enn de fleste, slik at sentralbanken derfor skulle ha et noe bedre utgangspunkt for å si noe om utviklingen i valutakursen. Dersom markedsaktørene i hvert fall knytter noe lit til sentralbankens valutakursforventninger, vil disse forventningene kunne påvirke og stabilisere deres egne forventninger som igjen kan bidra til å stabilisere valutakursen. Det er imidlertid ikke min oppfatning at dette vil fjerne all usikkerhet til utviklingen i valutakursen, langt der i fra, men trolig redusere den i noen grad. Usikkerhet er ingen unnskyldning for ikke å gi uttrykk for sine forventninger. Stor usikkerhet stopper for eksempel ikke sjeføkonomene med å komme med råd om hvorvidt lånetakere bør velge fast eller

flytende rente, og dermed implisitt gi prediksjoner om den høyst usikre renteutviklingen. Usikkerhet er derimot en god grunn for ikke å ha bastante oppfatninger.

Furre gir også uttrykk for at det at sentralbanken deler sine forventninger om utviklingen i valutakursen kan føre til spillsituasjoner mellom markedet og sentralbank. Det er imidlertid vanskelig å tenke seg at utveksling av informasjon ("å vise kortene sine") kan skape spillsituasjoner. Det er imidlertid grunn til å tro at hemmeligholdelse vil gjøre det. I det gamle regimet, hvor banken måtte forsvare et utgangsløp for valutakursen som ikke nødvendigvis ga klarering i valutamarkedet med intervensjoner og renteendringer, kunne økt tilbud av valuta fra sentralbanken (gjennom intervensjonene) skape sin egen etterspørsel ved at private aktører spekulerte i gevinsten ved at banken måtte oppgi sitt forsvar. Det kunne derfor være viktig å spille et spill hvor en holdt kortene tett til brystet for å unngå at markedet oppfattet kursparitet som å avvike fra likevektskursen. I dag intervenserer ikke banken, og bør i normale situasjoner heller ikke gjøre det.

Dette er gode grunner for å tillegge valutakursen en større rolle som bestemmende faktor for renten enn den faktisk gjør. I dagens praktisering av inflasjonsstyringen vil sjokk til valutakursen få liten effekt på rentene. Ifølge Furre vil en varig endring av valutakursen på 5 prosent medvirke til at inflasjonen på 2 års sikt øker med 0,5 prosent. Dersom vi antar at det er full gjennomslag til prisene i Norge som følge av dette sjokket, vil prisveksten også være på 5 prosent over tid etter et slikt sjokk. Dersom vi antar at mesteparten av gjennomslaget skjer i løpet av disse 2 årene, vil sentralbankens nåværende praksis med å fjerne inflasjonsforventningene kun på 2 års sikt, kun motvirke en liten del av valutakursimpulsen til inflasjonen. Overraskende endringer i valutakursen får i så måte kun et lite motsvar i form av renteendringer. Dette kan øke svingninger i valutakursen, som i en liten åpen økonomi kan forplante seg lett til svingninger i inflasjon og sysselsetting. Det er derfor gode grunner til å la rentene reagere i en mer stabiliserende måte ved å stabilisere inflasjonen på kortere sikt når inflasjonen drives av valutakurssjokk.