

## Norges Bank og valutakursen

Av førsteamanuensis Kai Leitemo, Institutt for Samfunnsøkonomi, Handelshøyskolen BI

Siden innføringen av inflasjonsmålet i mars 2001 har sentralbanken hatt mindre fokus på valutakursen. Valutakurssvingningene har naturlig nok blitt større som følge av at en har forlatt målsettinger om stabilitet i valutakursen. Det har imidlertid vært reist spørsmål om valutakursen har blitt *for* ustabil, i den forstand at den har bidratt til uønskede omstillinger i næringslivet. I så måte har det vært hevdet, blant annet av min kollega, professor Arne Jon Isachsen, at det hadde vært mer formålstjenlig at vi gikk tilbake til det regimet vi hadde i tidsrommet januar 1999 - mars 2001 som innebar at en søkte over tid å stabilisere valutakursen rundt et definert utgangsnivå uten skarpe grenser.

Dersom aktørene i valutamarkedet vet at pengepolitikken blir innrettet mot å bringe valutakursen tilbake til en paritet, vil den tilhørende stabiliteten i valutakursforventninger medvirke til å stabilisere valutakursen også i dag, slik at man unngår mer eller mindre uønskede svingninger. I den angjeldende perioden var da også valutakursen betydelig mer stabil enn den har vært i senere tid. Selv om en sterk norsk krone i stor grad kan tilskrives forventninger om en gradvis mer ekspansiv finanspolitikk, samt at en skal være forsiktig med å trekke konklusjoner basert på en 2-års periode, kan det likevel være en indikasjon på at det kan være fordelaktig å fokusere på forhold som kan bidra til å stabilisere valutakursforventningene.

Det er imidlertid et stort problem som melder seg ved å gå tilbake til det gamle regimet. Dersom vi skal holde valutakursen stabil på lengre sikt, må prisenivået i Norge og Euroland følge hverandre over tid. Dersom prisene stiger raskere i Norge i en periode, må prisenivået bevege seg tilbake mot prisenivået i Euroland i den etterfølgende perioden. Dersom det ikke er tilfelle, sier etablert teori for valutakursen at den nominelle kursen vil måtte justere seg slik at prisforskjellene utlignes og valutakursen vil ikke lenger være stabil. Kravet om tilbakevending i prisene i Norge kan innebære at vi kommer i en situasjon med svært lav inflasjon og endog deflasjon, som kan gi store svingninger i arbeidsledigheten. Dersom pengepolitikken kan ha slike virkninger, er det pengepolitiske regimet i utgangspunktet preget av liten troverdighet, fordi det kan (fornuftig nok) stilles spørsmål om sentralbankens ønske om nettopp å bidra til slike svingninger i ledigheten. Da blir det endog enda vanskeligere for sentralbanken å nå en slik målsetting. Det er hovedgrunnen til at vi ikke bør vende tilbake til det gamle regimet.

Men selv om regimet før mars 2001 har betydelige svakheter, kan og bør stabilisering av valutakursforventningene spille en større rolle også under det gjeldende inflasjonsmålsregimet. For å bidra til å stabilisere valutakursforventningene, bør Norges Bank publisere sine forventninger til utviklingen i valutakursen. En slik bekjentgjørelse vil kunne ha en stabiliserende og koordinerende effekt på private aktørers valutakursforventninger, som igjen kan bidra til at valutakursen ble mer stabil. I tillegg bør sentralbanken gi uttrykk for hva som vil skje med sentralbankrentene dersom valutakursen skulle avvike fra disse forventningene. Normalt sett vil et overraskende fall i verdien av den norske kronen innebære at sentralbankrentene bør heves for å nøytralisere effektene på inflasjon og sysselsetting. Gitt at aktørene i valutamarkedet vet at sentralbanken har klare oppfatninger av hvilken utvikling i valutakursen som er forenlig med sentralbankens målsetting, bør en overraskende depresiering av valutakursen normalt sett innebære en renteøkning som øker avkastning ved å sitte i norske kroner. Dette kan igjen øke etterspørselen etter norske kroner og dermed bidra til å bringe valutakursen tilbake i en bane som er forenlig med stabil inflasjon og sysselsetting.

Den gjeldende praktiseringen av inflasjonsstyringen kan synes å undertrykke valutakursen i en noe for stor grad. Sentralbanken tar nå sikte på å stabilisere inflasjonsforventninger kun på 2-års sikt. Imidlertid vil valutakursen først og fremst ha effekter på inflasjonen gjennom importprisene på kortere sikt, slik at store sjokk til valutakursen i en for liten grad påvirker inflasjonsprognosen på 2-års sikt til å forsvare rentejusteringer. Dersom Norges Bank i liten grad lar utviklingen i valutakursen være retningsgivende for rentefastsettelsen, tilsier standard teori for valutakursen at vi nettopp kan få store svingninger i valutakursen gjennom at sjokk til valutakursforventningene kan få langsiktige effekter.

Et av motargumentene for å ta mer hensyn til inflasjonen på kortere sikt har vært at en da måtte benytte valutakursen (i den grad valutakursen lar seg styre) til å stabilisere inflasjonen. Spesielt når det oppstår kraftige lønns- og prissjokk kan kortsiktig stabilisering av inflasjon da føre til store svingninger i valutakurs og sysselsetting. Dette er imidlertid et annet argument. Det er først og fremst ved ugunstige sjokk til valutakursen at en bør forsøke å stabilisere inflasjonen på kortere sikt. Nå har Norges Bank også sagt at de vil avvike fra 2-års horisonten i spesielle tilfeller. Det vil nok være gunstig at Norges Bank i noe større grad avklarte at disse spesielle tilfellene inkluderer perioder med store sjokk i valutakursen.