

## Åpenhet om kursen

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

*Publisert i Dagens Næringsliv, 21. oktober 2003.*

Fra viktige hold har det blitt hevdet at den sterke valutakursen gjennom året 2002 ikke var forenlig med hva fundamentale forhold skulle tilsi. Blant annet gir Regjeringen et klart uttrykk for dette i Nasjonalbudsjett for 2004. På side 78 heter det at: *”En vedvarende sterk kronkurs, på det nivået vi opplevde gjennom 2002, er etter departementets vurdering ikke forenlig med balansert vekst i fastlandsøkonomien. Utslagene i kronekursen skyldtes trolig i noen grad overdrevne oppfatninger hos markedsaktørene av omstillingsbehovet i økonomien knyttet til innfasingen av oljeinntekter.”*

Sentralbankens vurdering synes å ha vært noe annerledes. I Inflasjonsrapporten av oktober 2002 presenteres det prognoser for inflasjonen basert på *uendret rente* og en *vedvarende sterk valutakurs* at inflasjonen to år frem i tid ville være på målet. Det var derfor ikke grunn til uro; ifølge banken var rente og valutakurs godt tilpasset deres uttrykte målsetting om å stabilisere produksjon og inflasjon, og det var ingen grunn til endring i bruken av bankens virkemidler. I ettertid kan dette synet imidlertid kritiseres fordi inflasjonen nå er betydelig under målsettingen *samtidig* som at det er skapt betydelige ledige ressurser i økonomien – noe som tyder på at pengepolitikken har vært for stram. Dette er og blir imidlertid analyse i etterpåkløkskapens tegn.

Så er likevel ikke hensikten med denne artikkelen å kritisere banken for dette. Meningen er å påpeke at banken alltid har en mulighet til å sette en øverste grense for hvor sterk kronen skal bli; dette gjelder spesielt dersom valutakursen anslås i utgangspunktet til å være betydelig mye sterkere enn hva de fundamentale forholdene skulle tilsi. Siden sentralbanken har uendelig tilgang til norske kroner, vil sentralbanken alltid ha en mulighet til å sette en *øverste* grense på prisen på norske kroner. Ergo, dersom sentralbanken ikke hadde ment at den sterke valutakursen i 2002 var godt tilpasset norsk økonomi, kunne den selv ha bestemt den øvre grensen. Selv om dette er et faktum som har vært etablert i økonomisk forskning i lang tid, er det lite ved kommunikasjonen til sentralbanken som påpeker dette. Dette virker snodig.

I forbindelse med etableringen av denne øverste grensen, er det to spørsmål som umiddelbart melder seg. Hvor og på hvilket grunnlag bør denne grensen settes? Sentralbanken bør danne seg forventninger om og publisere den utviklingen i valutakursen (for eksempel konkurransekursindeksen) som er forenlig med at målsettingene i pengepolitikken nås. Det vil naturligvis være usikkerhet knyttet til dette anslaget og denne usikkerheten bør, sammen med anslaget, bestemme den øvre grensen for valutakursen. Dersom usikkerheten er stor (lav), bør grensen være betydelig (noe) høyere enn anslaget. Normalt sett vil usikkerheten være stor og intervensjonsgrensen dermed ganske høy. Ved at sentralbanken først intervensjoner når kursen er betydelig styrket i forhold til hva de fundamentale forhold skulle tilsi, vil sentralbanken sikre seg at den vil nyte valutagevinstene ved at den norske kronen gradvis svekker seg mot mer normale nivåer; en slik ordning vil trolig derfor øke

inntektene til sentralbanken og redusere den hos spekulantene. Av denne grunn skulle ikke intervensjonsbehovet behøve å bli så stort.

En slik ordning kunne operasjonaliseres i et regime med inflasjonsmålstyring ved at sentralbanken samtidig med annonseringen av rentebeslutningene også annonsere hva den øvre grensen vil være i den kommende perioden. Dette gir sentralbanken to instrumenter og dermed større muligheter til å nå sine mål om stabil inflasjon og produksjon.

Dette forslaget *sikrer* at valutakursen ikke blir for sterk, men forslaget vil også kunne bidra til at valutakursen blir mer stabil. Annonsering vil bidra til at en viktig aktør sprer sin kunnskap om et riktig fremtidig nivå valutakursen og dermed bidra til å stabilisere også andre aktørers forventninger.

Dersom sentralbanken gjennom full åpenhet skaper tiltro til at den vil intervenere fullt og helt og sikre den øverste grensen for valutakursen, dersom kursen er klart fra hva de fundamentale forhold skulle tilsi, vil det være lite å hente for andre ved å spekulere på om at fremtidig valutakurs vil sprengte grensen. Dette vil i seg selv sikre at valutakursen blir mer stabil. Dersom sentralbanken blant annet gjennom gode økonomiske analyser kan skape en slik troverdig, vil det overraske meg om kursen noen gang ble så sterk at man i det hele tatt behøvde å intervenere.