

RENTEN OG VALUTAKURSEN – nok en gang

av Kai Leitemo, professor ved Handelshøyskolen BI

I en utmerket artikkel i serien "Central Bank Watch Norway" den 22. november setter sjeføkonom i Nordea, Steinar Juel, søkelyset på en tilsynelatende manglende evne i markedet til å prise inn effekter av forventede endringer i rentebanen i valutakursen. Juel påpeker at dette fører til en form for "sikk-sakk" politikk hvor rentebane og valutakurs hopper opp og ned: valutakursen styrker seg på forventninger om høyere rentedifferanse, valutakursen trekker inflasjonsforventningene ned og banken reduserer rentedifferansen, noe som gjør at valutakursen svekker seg, som øker inflasjonsforventninger og rentebanen osv. Juel hevder at dette kan komme av en form for markedssvikt, noe jeg er enig kan være tilfellet. Jeg tror imidlertid mer på at "sikk-sakk" politikken er et resultat av manglende transparens og konsistens fra sentralbankens side.

Norges Bank har gjennom bitter erfaring lært at valutakursen har stor effekt på norsk økonomi og på deres mulighet til å nå inflasjonsmålet. Dette er lærdommen fra 2002 og 2003 hvor verdien av norske kroner ble vesentlig styrket pga en høy rentedifferanse, noe som ga vesentlig fall i aktivitet og inflasjon. Valutakursutviklingen og renten henger sammen på en viktig måte. Av den grunn er det derfor viktig for banken å ha et syn på hvordan denne sammenhengen er og publisere inflasjons- og renteprognoser som er konsistent med dette synet. Dette har jeg påpekt ved flere anledninger. Tidligere baserte banken sin prognoser på at valutakursen ikke ville endre seg ("random walk"-antakelse) i prognosetidsrommet, men den synes nå å basere seg på at *utviklingen* i valutakursen følger noe som for meg ser ut til å være udekket renteparitet: prisen på norske kroner forventes å svekke seg i henhold til rentedifferansen. Dette er en bevegelse i riktig retning.

Fortsatt er det imidlertid fint lite analyse av utviklingen i valutakursen i den pengepolitiske rapporten – til tross for dens viktighet for rentesettingen. Det sies veldig lite om hvordan rentebanen vil bli påvirket av eksogene endringer i valutakursen. Videre sies det lite om hvordan *utgangsnivået* på valutakursen blir påvirket av andre makroøkonomiske faktorer. Alt i alt er det lite transparens i pengepolitikken om hvorledes Norges Bank tenker om sammenhengen mellom rente og valutakurs(nivå). Det reduserer markedets evne til å danne seg effektive forventninger for utviklingen i renten, noe som øker usikkerheten og dermed risikopremiene, og videre fører til sterkere revisjoner i valutakursen når sentralbanken først

presenterer rentebanen. Når sentralbanken og markedet sitter med ulik informasjon om fremtidig utvikling i rentene, vil valutakursen måtte bevege seg når mer informasjon om renteutvikling gis til markedet i form av reviderte rentebaner fra sentralbankens side. Dette kan gi opphav til "sikk-sakk" effekter.

Når det er en informasjonsassymmetri mellom sentralbank og markedet, blir det også galt av sentralbanken å benytte et gjennomsnitt av hva den effektive valutakursen har vært i noe tid til å sette startpunktet for prognosene for valutakursen. Den må selv gi anslag på hvordan valutakursen vil bevege seg som følge av ny informasjon i den pengepolitiske rapporten. Først da blir rentebanen konsistent med valutakursenutvikling, og rentebanen vil være den utviklingen i renten som best når målsettingene i pengepolitikken.

Fra enkelte hold hevdes det at sentralbanken ikke kan gi valutakursprognoser fordi det kan medføre en "uheldig spillsituasjon". De fleste økonomer mener at spillteori var et av de vanskeligste fagene på Blindern og i Nydalen. Det å gi inntrykk at man vet noe mer om spill enn de fleste, har stor retorisk effekt: folk aksepterer at slik må det være. Men når jeg ved enkelte anledninger drister meg til å spørre om hva spillsituasjonen faktisk går ut på, får jeg gjerne svært uklare svar.

En ting er klart: vi snakker ikke om den spillsituasjonen som ble skapt i det regimet hvor en forsøkte å holde en fast valutakurs. I det regimet kunne bevegelser i valutakursen bli drevet av markedsaktørenes forventninger – regimet var konstruert slik at det var muligheter for lønnsomme selvoppfyllende profetier om fall i verdien av norske kroner. Det kom i bunn og grunn av at sentralbankens mandat (fast valutakurs) avvek fra de egentlige politiske velferdskriteriene som stabil inflasjon og arbeidsledighet. Dette avviket er nå fjernet. Videre er moderne inflasjonsstyring under full transparens (full informasjonsutveksling) konstruert slik at situasjoner med selvoppfyllende profetier i stor grad utelukkes. Det er kun en utvikling i forventede makroøkonomiske størrelser som er forenlig med best mulig måloppfyllelse i pengepolitikken.

Jeg vil hevde at det nærmeste vi kommer "uheldig spillsituasjoner" er gjennom "sikk-sakk" politikken av den typen vi nå bevitner. Det beste "trekket" til sentralbanken er nå å fjerne spillet med å øke informasjonstilgangen. Faktisk er mer informasjon en god motgift mot de fleste spill: Det er vanskelig å spille poker med åpne kort.