

Det handler om forventninger

Norges Bank syntes i sommer at markedsrentene var for høye. Onsdag var banken på linje med markedet. Har markedet lært mer om hvordan banken tenker?

Med nytt pengepolitisk regime innført i 2001, har Norges Bank fått operativt ansvar for å styre renten etter et inflasjonsmål på omlag 2,5 prosent over tid. Nyheter som impliserer forventninger om fremtidig inflasjon har dermed fått økt oppmerksomhet. Ettersom pengepolitikken virker med et etterslep på inflasjonen (1-3 år), vil det være Norges Banks *anslag* på inflasjonen som markedet vil fokusere på. På bakgrunn av disse anslagene vil markedet danne seg forventninger om fremtidig inflasjon. Det er kun når ny statistikk, prognoser og annen informasjon avviker fra markedsforventningene at fremtidige rentekontrakter og andre finansielle data vil reagere. Det er imidlertid grunn til å vente at forståelsen for hvordan styringsmekanismene virker har vært under utvikling siden 2001, i takt med at Norges Bank gradvis har blitt mer åpen og presis i sin kommunikasjon. Markedsaktørene kan dermed sies å gjennomgå en læringsprosess. I denne prosessen vil markedet også kunne reagere feil.

I et effektivt kapitalmarked der aktørene har rasjonelle forventninger, vil all tilgjengelig informasjon reflekteres i finansielle priser. En sentralbank vil derfor være særlig interessert i markedets renteforventninger, fordi det sier noe om fremtidig inflasjon og makroøkonomisk utvikling. Dette er nyttig input når sentralbanken skal lage inflasjonsprognoser. Økte renteforventninger innebærer for eksempel forventninger om et raskere økonomisk oppsving enn det sentralbanken i utgangspunktet har lagt opp til. Pengepolitikk som benytter seg av denne informasjonen som input vil dermed være optimal.

Mer komplisert blir det imidlertid når aktørene i markedet gjennomgår en læringsprosess i stedet for å ha fullt ut rasjonelle forventninger (fordi de har ufullstendig kunnskap). En studie av Orphanides og Williams publisert i NBER i 2003, understreker at dersom aktørene har en livslang læringsprosess impliserer dette ytterligere et lag med gjensidig påvirkning mellom pengepolitikken og de økonomiske resultatene som kan være med på å forlenge perioder med høy (eller lav) inflasjon. Hovedpoenget deres er at pengepolitikken i større grad må ta inn over seg den innflytelse den har på forventninger. Inflasjonsmålstyring er et skritt i riktig retning, men det fordrer at sentralbanken er åpen og kommuniserer et klart og presist mål for inflasjonen.

Er det da ingen grense for hvor åpen en sentralbank kan være? Her er den akademiske litteraturen mer delt. Dersom kommunikasjonen fra sentralbanken gjør fokuset på det langsiktige inflasjonsmålet mer uklart har åpenheten typisk gått for langt. Videre er

rådene fra akademia heller mangelfulle når det gjelder hvordan sentralbankens kommunikasjon skal utføres i praksis og det er rom for betydelig bommerter.

Norges Bank rangerer relativt høyt internasjonalt når det gjelder åpenhet og klare mål for pengepolitikken. Hvorvidt finansmarkedene imidlertid nå i større grad reagerer med presisjon på nyheter som kan gi forventninger om pengepolitikken endringer blir et empirisk spørsmål som bør besvares med en systematisk analyse. At markedsforventningene stadig er under utvikling er det imidlertid ingen tvil om.

Onsdag la Norges Bank frem ny inflasjonsrapport med inflasjonsanslag basert på markedets renteforventninger (målt ved terminrentene). Terminrentene viste at markedet venter at Norges Banks styringsrente (foliorenten) ville være uforandret frem til sommeren 2005 for deretter å gradvis øke. Dette er imidlertid en markant nedjustering av terminrentene slik de framkom i forrige inflasjonsrapport publisert i juli. Norges Bank vurderte da også terminrentene i juli til å være noe høye, og skrev at de la opp til en mer ekspansiv pengepolitikk enn det som fulgte av terminrentene. Ved å holde renten uendret lenger enn terminrentene indikerte, ville de også kunne få inflasjonen opp noe raskere.

Det kan dermed se ut som markedet og Norges Bank er mer enige denne gangen om hvilken pengepolitikk Norges Bank kommer til å føre! Så gjenstår det bare å se om de fortsetter å være det, etter hvert som markedet lærer mer om hvordan Norges Bank tenker.