

Ukeslutt



Arne Jon Isachsen
professor
Handelshøyskolen BI

Ukeslutt Bidragsytere

Elisabeth Holvik, sjeføkonom, Sparebank 1
Arne Jon Isachsen, professor, Handelshøyskolen BI
Erling Røed Larsen, professor, Handelshøyskolen BI
Einar Lie, professor, Universitetet i Oslo
Aksel Mjøs, førsteamanuensis, Norges Handelshøyskole
Helle Stensbak, sjeføkonom, YS



Troen på at man kan styre valutakursen med renten i en verden med frie kapitalbevegelser, står ikke til troende. FOTO: SHUTTERSTOCK, NTB SCANPIX

Forestillingen om at et land kan styre valutakursen ved hjelp av renten, er både misvisende og farlig.

Den vanskelige valutakursen

Med lavere oljepris trenger Norge bedre lønnsomhet og høyere vekst i tradisjonelle konkurranseutsatte næringer. Det krever et stort fall i lønnsnivået sett i forhold til andre land. Foreløpig har vi sluppet å ta ned lønningene. Svekkelse av kronkursen på ti prosent de siste ti månedene har gjort nytten.

Men har vi noen sikkerhet for at kronkursen ter seg som vi vil?

På slutten av 1980-tallet liberaliserte OECD-landene reglene for flytting av penger mellom land. Man åpnet opp for frie kapitalbevegelser, folk og foretak kunne fritt kjøpe og selge verdipapirer i andre land. Og bankene kunne hente kapital over landegrensene.

På 1990-tallet ble det stadig mer vanlig å gå over til inflasjonsstyring i pengepolitikken. Snarere enn å innrette sine virkemidler mot å holde en stabil valutakurs, fikk sentralbanker nå i oppgave å se til at prisstigningen i landet var moderat og stabil, gjerne rundt et par prosent.

Kina inn på arenaen

Et tredje utviklingstrekk var Kinas inntrøden på den globale arena. Særlig markert ble dette da Kina i desember 2001 ble medlem av Verdens handelsorganisasjon.

For mange land ga handelen med Kina positive impulser i økonomien. Norge nøt særlig godt av Kina-effekten. Etter spørsele etter olje og gass samt andre råvarer og halvfabrikata vi produserer, tok seg opp. Det gjorde også behovet for skipsfartstjenester. Prisindeksen for norsk eksport steg markant. Samtidig hadde vi fordel av stadig billigere varer fra Kina. Prisindeksen for norsk import

falt. For en gitt mengde eksport, fikk vi mer import. Det er en ren inntektseffekt. Videre ble den innenlandske inflasjonen dempet ved stadig billigere import fra Kina.

Denne siste effekten, som også mange andre rike land opplevde i kjølvannet av den økonomiske utviklingen i Kina, gjorde det vanskeligere å innfri inflasjonsmålet. Sammenlignet med 1980-tallets kamp mot inflasjon, er verden nå snudd på hodet; hvordan unngå at prisstigningstakten blir liggende under måltallet? Sentralbanker som tok sitt inflasjonsmandat på alvor, så seg nødt til å sette rentene ned. Lenger og lenger ned. Helt til gulvet på nullrente var nådd. Som skulle vise seg ikke å være en absolutt nedre grense.

Negative styringsrenter

Riksbanken i Sverige har nå en styringsrente på minus 0,35 prosent. Og renten på tyske statsobligasjoner med løpetid på inntil fem år, er tidvis negativ. Hvilket

Aktørene i finansmarkedene er mer opptatt av renteforskjeller enn av forventet utvikling i valutakurser.

betyr at man må betale litt over hundre euro i dag for å få igjen hundre euro om noen år.

Lave – og stadig lavere – renter førte til at boligprisene skjøt i været. Bekymring for et fremtidig boligkrakk preger nå sentralbanker og myndigheter i mange land. Og har gjort det i flere år. Mange frykter at også aksjekurser har steget mer enn det er grunnlag for. En kraftig korreksjon nedover kan man ikke se bort fra, både for boliger og aksjer.

Ved å gå over fra fast til flytende valutakurs ville man beholde kontroll over egne renter, selv med frie kapitalbevegelser. Trodde man. Utviklingen de siste 12–15 årene har vist at så ikke er tilfelle. Grunnen er enkel. Aktørene i finansmarkedene er mer opptatt av renteforskjeller enn av forventet utvikling i valutakurser. Hvilket gir opphav til det som kalles carry trade; lån penger der renten er lav, og plasser pengene der renten er høy.

Sett at sentralbanken, som også er opptatt av finansiell stabilitet, frykter for et krakk i boligmarkedet. På den bakgrunn hever man styringsrentene. Hva skjer? Kapital strømmer inn i landet. Valutaen styrker seg. Konkurransevnen svekkes. Og arbeidsplasser kommer i fare. Det var ikke hva man hadde tenkt seg.

Og ikke nok med det; inflasjonsmålet som man allerede ligger godt under, blir ytterligere vanskelig å innfri når egen valuta styrker seg. Bedre da å sitte stille. Ikke hev renten. Prøv heller å temme galopperende boligpriser på annet vis. Hvilket er eksakt utfordringen Sveriges Riksbank i dag sliter med. Og også Norges Bank, om enn i mindre grad.

Moter preger mye

I mange år nå har vi vært bekymret for økende boligpriser her i landet. Men å ta renten i bruk for å roe ned markedet her, virker helt utenkelig. Snarere er det slik at styringsrentene som Norges Bank fastsetter klart har et siktemål om å virke inn på valutakursen. Som vi jo egentlig i stor grad skulle fri oss fra ved overgangen til flytende kurs sen vinteren 2001.

Utviklingen i Kina den senere tiden er interessant. Der har aksjemarkedet vært rene berg-og-dal-banen det siste halvannet år. Samtidig som myndighetenes finner det stadig vanskeligere å styre valutakursen. Ganske enkelt fordi kineserne nå i større grad enn tidligere kan flytte pengene sine ut av landet. Og utlendinger kan lettere kjøpe aksjer og andre verdipapirer i Kina.

I sentralbanksjefens årstale et dusin år tilbake i tid, leser vi følgende:

Kapitalen flyter fritt. Strømmene kan endre seg raskt. Det kan smitte over på valutakurser og renter, ...

Og litt lenger nede:

Temaene i valutamarkedene skifter ... I perioder med politisk og økonomisk uro, kan investorene velge enkeltvalutaer som trygg havn – ofte sveitsiske franc ...

Høsten 2002 ble trolig også norske kroner oppfattet som en trygg havn.

Troen på at man kan styre valutakursen med renten i en verden med frie kapitalbevegelser, står ikke til troende.

Muligens er det slik noen valutamarkeder for tiden er. Men vi kan ikke påregne at dette også vil gjelde frem i tid. Moter preger mye. Temaene i valutamarkedene skifter.