

Vi vet bedre nå



Månedsbrev 10/2015

Med frie kapitalbevegelser er det slutt på historien til Milton Friedman om at endringer i valutakurser gjenspeiler forskjeller i inflasjon.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Tidlig på 1950-tallet ivret Milton Friedman for innføring av flytende valutakurs. Fast kurs, som den vestlige verden hadde hatt siden slutten av den andre verdenskrigen, basert på avtaler inngått i Bretton Woods, et lite ferieparadis i New Hampshire, mente Friedman virket unødige hemmende på det enkelte lands evne til å føre en selvstendig stabiliseringspolitikk. Med fast kurs setter ankervalutalandet – les USA – renten, som de andre landene må rette seg etter. Et fastkurssystem er således asymmetrisk idet ankervalutalandet bestemmer renten, men har ikke frihet til å endre valutakursen. De andre landene har frihet under ansvar til å endre valutakursen, men kan ikke fritt sett renten etter hva innlandske forhold skulle tilsi.

Friedmans fireprosentregel

Med flytende kurs ville hvert enkelt land gjenvinne friheten i rentepolitikken. Å ha renten som eget virkemiddel i stabiliseringspolitikken kan vel ikke være annet enn en fordel?

Professor Friedman så det ikke slik. Pengepolitikken virker med et etterslep. Den kan således risikere å destabilisere økonomien snarere enn å stabilisere den. På den bakgrunn foreslo Friedman i 1960 å la sjefen i Den amerikanske sentralbanken få i oppgave å sikre en jevn vekst i pengemengden, og la renten bli hva den blir. Rent konkret gikk han inn for en årlig pengemengdevekst på fire prosent. Således kom vår egen fireprosent

handlingsregel for bruk av oljepenger, som er en sentral del av norsk finanspolitikk, mer enn fire tiår år etter Friedmans fireprosentregel for amerikansk pengepolitikk.

Med flytende kurs ville hvert enkelt land gjenvinne friheten i rentepolitikken.

Etter Friedmans mening var fordelene med flytende valutakurs ikke en fleksibel rentesetting. Hva var så fordelene? Fordelene var en sikring av konkurranseevnen. Om prisene i et land har steget mer enn i andre land, vil endring i én pris – valutakursen – kunne bringe konkurranseevnen på plass igjen. Tenk bare på Hellas. Om man der hadde bibeholdt sin egen valuta, greske drakmer, og latt den flyte nedover (eller skrevet den ned), hvor mye lettere ville det da ikke vært å håndtere krisen som svekket konkurransekraft grunnet høyere inflasjon i Hellas enn i andre euroland, førte til? Lønns- og prisnivå målt i drakmer trengte ikke å falle. Det ville vært tilstrekkelig om valutakursen falt passe mye.

Friedman sier det slik selv:

“It is far simpler to allow one price to change, namely, the price of foreign exchange, than to rely upon changes in the multitude of prices that together constitute the internal price structure.”

Friedman var helt på det rene med at hans regel neppe var den optimale strategi for pengepolitikken til en hver tid. Men det var en robust regel, mente han, som ville gjøre at man unngikk høy og varig inflasjon. Videre ville fireprosentregelen hans også gjøre det lite sannsynlig med negativ prisstiging eller deflasjon. Det beste, var Friedman opptatt av å minne om, må ikke bli det godes fiende.

... valutakurser svinger ofte like kraftig som aksjekurser.

Tre sentrale priser

I internasjonal finans står tre priser sentralt: Valutakurs, rente og inflasjon. Valutakurs er prisen på ett lands penger målt i et annet lands penger. Rente er prisen for å låne penger i dag som må betales tilbake med mer penger senere. Og inflasjon er prisen for å ha kontanter som mister kjøpekraft, når det generelle prisnivået stiger.

I teoriens uskyldige verden står disse tre prisene i et vakkert og greit og oversiktlig forhold til hverandre. Start med inflasjon. Om prisstigningstakten tar seg opp, vil det føre til høyere nominell rente og svekket valuta. I modeller med "perfect foresight" vil realrente og realvalutakurs være upåvirket av veksten i pengemengden. Kun nominelle variable påvirkes.

Fortsett med renten. Om et lands sentralbank setter opp renten, og finanskapital står fritt til

å bevege seg ut og inn av landet, hva vil da skje med valutakursen? Det er helt ut avhengig av markedets forventninger. Eller av forventningene til dem som flytter penger i markedet. Som i stor grad er en funksjon av hva han eller hun tror at andre vil komme til å gjøre. Hvorfor det? Fordi det er atferden til alle de andre som beveger prisene – hva den enkelte aktør gjør er av liten betydning. Med mindre den aktuelle aktør er en sentralbank. Eller tidvis også en profilert investor som ved sine plasseringer kan få andre med seg. Slik George Soros gjorde høsten 1992 da han gamblet på at britiske pund ville forlate fastkurssamarbeidet i Europa. Hvilket britene noe senere gjorde. Det innbrakte Soros en fortjeneste på én milliard dollar.

Endringer i valutakurser, den tredje prisen, skjønner vi svært lite av. Et utall av undersøkelser har konkludert med at avanserte økonomiske modeller så vel som gjetninger fra seriøse aktører i markedet på vedvarende basis sjelden slår den enkle hypotesen om at valutakursen om tre måneder eller om ett år er den samme som i dag. Med frie kapitalbevegelser er det slutt på historien til Friedman om at endringer i valutakurser gjenspeiler forskjeller i inflasjon.

Den norske kronen kraftig svekket

Frie kapitalbevegelser har som konsekvens at valutakurser bedre kan forstås som en "asset price". Det betyr at parallellen til aksjemarkedet blir relevant. Den volatiliteten vi finner der, må påregnes også å vise seg i valutamarkeder. Hvilket den da også gjør;

valutakurser svinger ofte like kraftig som aksjekurser. Og langt mer enn hva forskjeller i inflasjonstakt mellom land skulle tilsi.

Med frie kapitalbevegelser lever valutakursen sitt ustyrlike liv. Se bare på vår egen norske krone. For ett år siden betalte vi 6.40 kroner for én amerikansk dollar. Onsdag 23. september kostet dollaren 8.28 kr, dagen etter 8.41 kr, for på fredag 25. september å stige til hele 8.53 kr. Den norske kronen svekket seg med over tre prosent på ett år, og med mer enn tre prosent på tre dager.

Kina har hatt god styring på valutakursen fordi kontrollen med kapitalbevegelser har vært omfattende.

Hva var bakteppet for denne siste svekkelsen? Norges Banks nedsettelse av styringsrenten fredag 24. september fra 1.00 prosent til 0.75 prosent. At en kvart prosent lavere rente skulle ha som umiddelbar effekt en svekkelse av vår valuta på tre prosent, virker helt urimelig. En kvart prosent mindre avkastning på kroner enn på dollar skulle innebære to øre dyrere dollar når dollaren i utgangspunktet koster rundt åtte kroner, og tidsperspektivet er avkastning over ett år, der forventningene til kursen om ett år ikke er påvirket av renteendringen. (Og åtte øre om tidsperspektivet er tre måneder.)

Vi vet bedre nå

Hva vet vi bedre nå? Vi vet bedre at valutakurser lever sine egne liv. De oppfører seg ikke slik Milton Friedman la til grunn; endrer seg pent og pyntlig i det de fanger opp forskjeller i prisstigningstakt landene imellom. Av den grunn vet vi også at kontroll på kapitalbevegelsene har mer for seg nå enn vi trodde tidligere. Dette er en innsikt som også IMF har tatt innover seg. Det er nå i større grad åpnet opp for å begrense flyttbarheten av penger ut og inn av land, uten å bryte med regelverket til Det internasjonale pengefondet. Egentlig er det et hensiktsmessighetsspørsmål hva slags regler man vil ha for flytting av penger over landegrensene. Hva ser det enkelte land seg best tjent med?

Hva gjør Kina?

Kina har hatt god styring på valutakursen nettopp fordi kontrollen med kapitalbevegelser har vært temmelig omfattende. Det har tjent Kina vel. Men USA har presset på for en liberalisering her. Endringer er nå underveis. For tiden arbeides det med å gjøre den kinesiske renminbi (RMB) konvertibel for kjøp og salg av verdipapirer, og ikke bare for kjøp og salg av varer og tjenester. Om det fører til en kraftig svekkelse av RMB mot USD, vil det gi kinesiske foretak bedre konkurranseevne. Det var neppe hva amerikanerne hadde tenkt seg.

1. oktober 2015

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>