

# Norges Banks anslag på valutakursen

av forsker Hilde C. Bjørnland, Universitetet i Oslo.

De siste par ukene har det i Dagens Næringsliv vært debattert hvorvidt Norges Bank bør uttrykke sine valutakursforventninger i inflasjonsstyringen. Førsteamanuensis Kai Leitemo har hevdet synspunkter (DN, 7. mai og 27. mai) om at Norges Bank bør gi klart uttrykk for sine forventninger til valutakursutviklingen, mens Sjeføkonom Inge Furre (DN, 14. mai) mener debatten er en avsporing og at Norges Bank ikke har noen spesielle forutsetninger for å uttale seg om hvilken vei kronkursen vil gå eller hva som er et naturlig kursleie. Slike uttalelser kan også destabilisere markedet i følge Furre, ettersom markedsaktørene da kan få det for seg at sentralbanken har oppfatninger om hvor kronkursen bør ligge.

Utgangspunktet for debatten er at Norges Bank i sine vurderinger av inflasjonsutsiktene forutsetter uforandret valutakurs i prognoseperioden. Leitemo poengterer at Norges Bank sitter på mer informasjon om fremtidig valutakurs enn dette, og denne informasjonen bør brukes til å lage prognoser på valutakursen som bør ligge til grunn i inflasjonsutsiktene. At Norges Bank gjennom sine analyser av norsk økonomi og dens fremtidsutsikter sitter på mer informasjon om mulig valutakursforløp enn de fleste er selvfølgelig riktig, og Fures uttalelser virker derfor uforståelige på meg. Jeg er imidlertid uenig i Leitmos anbefalinger om at Norges Bank skal bruke denne informasjonen til å lage valutakursprognoser, men da av helt andre grunner enn dem Furre oppgir.

Vel har Norges Bank ved flere anledninger gitt uttrykk for hva som kan forklare valutakursutviklingen historisk. Et eksempel finnes i bankens siste inflasjonsrapport, der de presenterer en modell for hvordan blant annet renteforskjellen mot utlandet påvirker valutakursen. Det er imidlertid en stor forskjell mellom å hevde at banken har en oppfatning om kroneutviklingen og det å si at denne oppfatningen bør brukes til å lage prognoser. Internasjonal forskning i økonomi skiller også sterkt mellom det å forklare hva som har skjedd i ettertid og det å gi prediksjoner. Forskjellen er faktisk så stor at det i økonomifaget er utviklet et helt nytt felt som tar for seg denne problematikken. Resultatene her viser at det ikke er feilspesifisering av økonomiske modeller som er den viktigste årsaken til at prognoser bommer, det er de uforutsette strukturelle hendelsene *etter* at man har gitt prognosene som gir størst feilutslag. Den beste prognosen vi har på morgendagen, kan derfor fort vise seg å være den observasjonen vi har i dag. Med andre ord, det å statistisk gjette på ingen endring (eller som Norges Bank gjør, uendret valutakurs), kan faktisk gi mindre prognosefeil enn det å gjette på forskjellige endringer.

Nå betyr ikke dette at man ikke skal lage prognoser, og prognosemakerne har knep som gjør at de fort kan justere for uforutsette strukturelle sjokk. Vel å merke etter at de har skjedd. Problemet er imidlertid at det å lage prognoser på valutakursen har vist seg å være svært mye vanskeligere enn for eksempel å forutsi utviklingen til produksjon og priser, som stort sett vokser over tid. Som en liten økonomi utenfor Eurosamarbeidet har Norge også fått merke hvor stor effekt massiv spekulering kan ha på kronkursen.. Valutakursen har historisk svingt opp og ned med et tilsynelatende tilfeldig forløp. Sammenhengene i

valutamarkedet er også ustabile, noe som gjør det vanskelig å finne modeller for valutakursen som holder over tid.

Og nettopp her står forskningen så godt som uimotsagt. En internasjonal artikkel fra tidlig på 1980-tallet viste nettopp at det å gjette på uendret valutakurs (helt presist; en random walk, som blir oppdatert med feilanslaget for hver ny prognose) uten unntak ga mer treffsikre prediksjoner enn de rådende makromodellene kunne gi. Forskning fra undertegnede og Håvard Hungnes i SSB understreker dette videre. Vi viser blant annet at selv om man innarbeider effekter av renter på valutakursen, er det svært vanskelig å lage bedre prognoser på valutakursen enn det man gjør når man gjetter på uendret valutakurs. At det å spå en uforandret valutakurs i praksis også har vist seg å være lurt understreker dagens Euro-kurs på 7,9 mot norske kroner, som er nøyaktig det den var for to år siden. For en sentralbank som styrer renten etter inflasjonsprognoser på to års sikt, vil derfor prognosen om uforandret valutakurs fra mai 2001 til mai 2003 vise seg å være den beste prognosen man kunne ha gitt.

Skal man også følge rådet om å la rentene stabilisere inflasjonen på kortere sikt enn to år, slik Leitemo hevder, er jeg redd resultatet vil bli at sentralbanken vil føre en enda mer aggressiv rentepolitikk, der renten vil respondere på sjokk som kanskje kun viser seg å ha midlertidig effekt på valutakursen. Da vil produksjon og sysselsetting bære enda flere kostnader fra rentepolitikken enn de gjør i dag.