

Finansavisens gjesteskribent 19/6 2010

Norges Bank tilbake til responsfunksjonen?

Ragnar Nymoen, Universitetet i Oslo

Under den akutte fasen av finanskrisen la Norges Bank hensynet til inflasjonen til side i rentesettingen. Data tyder på at inflasjonen nå veier tyngre i responsfunksjonen igjen. Før vi vet mer om gjeldskrisens virkninger for norsk økonomi kan det være klokt å utsette en tilbakevending til "gammelt handlingsmønster".

Norges Bank økte styringsrenten i juni 2008 og holdt den uendret helt til 15. oktober, én hel måned etter Lehman Brothers konkursen. Da rentekuttene først kom, var de større og hyppigere enn vanlig, med henvisning til den alvorlige situasjonen som var oppstått.

Etter en så turbulent og spesiell periode kan en spørre seg om det er noe igjen av sentralbankens *responsfunksjon*, eller om Norges Banks reaksjonsmønster er blitt varig påvirket av finanskrisen. I så fall, hva skal en tro om bankens fremtidige handlingmønster?

Hvis vi benytter kvartalsdata fra 2001, første kvartal, til 2008, tredje kvartal, finner vi at følgende modell passer ganske godt til den faktiske renteutviklingen:

Foliorente = $0,45 * \text{Avvik fra inflasjonsmålet} - 0,33 * \text{Ledighet}^1 + 3,50 * \text{Realvalutakurs}^2 + 0,75 * \text{Foliorente i forrige kvartal}$.

Koeffisientene er tallfestet med minste kvadraters metode, og er statistisk utsagnskraftig forskjellige fra null. Denne modellen inneholder flere velkjente elementer. For det første, inflasjonsstyring: Dersom avstanden mellom faktisk inflasjon og målet om 2,5 % inflasjon øker, settes også renten opp. For det andre, fleksibel inflasjonsstyring: Det er ikke bare inflasjonen som har betydning for rentebeslutningene, også realøkonomiske forhold tillegges vekt. I modellen er disse forholdene representert ved arbeidsledigheten og realvalutakursen (indikator for konkurranseevne). For det tredje, gradualisme i rentejusteringene: Vanligvis vil

¹ Ledighetsprosent i følge SSBs Arbeidskraftundersøkelse (AKU)

² Logaritmen til realvalutakursen, to kvartaler tilbake. Likningen inneholder også et konstantledd.

rentejusteringene skje ved små, men hyppige, endringer. Dette harmonerer godt med Norges Banks publiserte rentebaner, som oftest viser en jevnt stigende, eller jevnt synkende, renteutvikling. I likningen framkommer dette ved at renta i forrige kvartal inngår i responsfunksjonen med en positiv koeffisient. Gradualisme innebærer også at persistente sjokk i forklaringsvariablene har betydelig større effekt på renta enn helt midlertidige sjokk. En midlertidig økning i inflasjonen på ett prosentpoeng øker foliorenta med 0,45 poeng, men en økning i inflasjonen som varer ved, fører til en renteøkning på hele 1,8 prosentpoeng. Dette betyr at Taylor-prinsippet, som sier at realrenta bør økes som følge av et sjokk i inflasjonen, er oppfylt på litt sikt i denne modellen, men ikke som et kortsiktfenomen. Noen mener at det er avgjørende viktig for makroøkonomisk stabilitet at Taylorprinsippet er oppfylt også på kort sikt, men dette er nok ikke et relevant krav for at pengepolitikk skal virke stabiliserende i Norge.

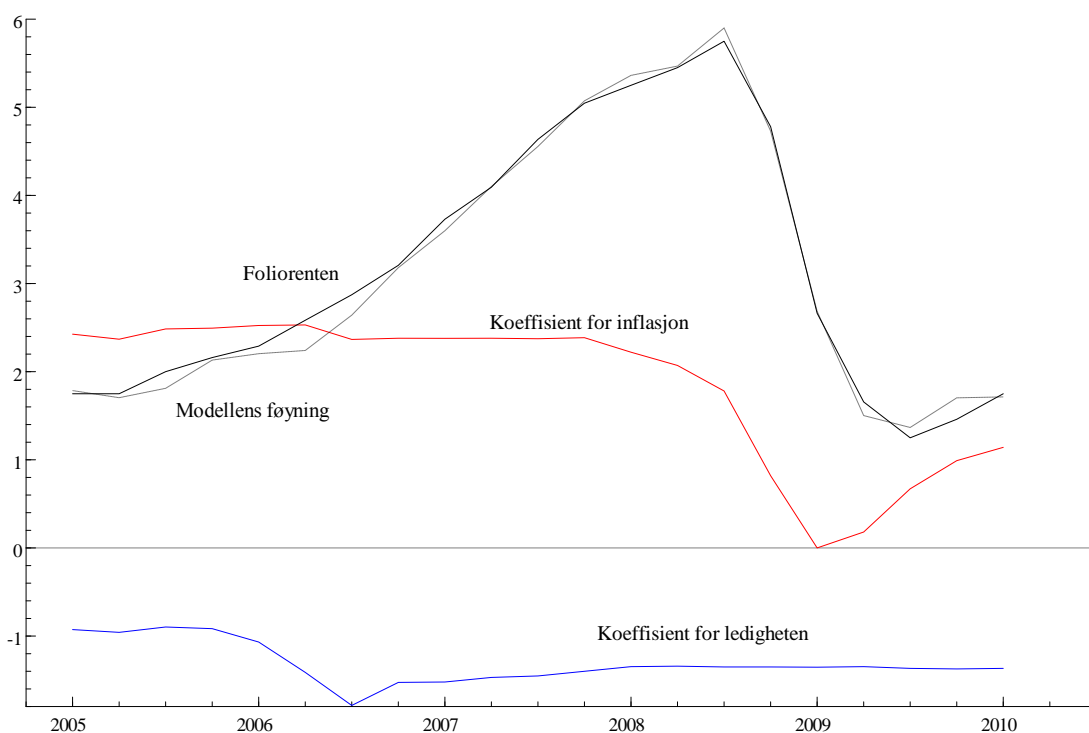
Akkurat som forventet er den estimerte likningen en helt elendig modell for renteutviklingen i periode fra fjerde kvartal 2008 til og med første kvartal 2010. Det går likevel an å gjøre seg noen tanker om det er *hele* responsfunksjonen eller bare deler av den som ble utradert av finanskrisen. En mulighet er for eksempel at det bare var inflasjonsleddet som ble sjaltet ut fra rentesettingsregelen under finanskrisen. Det er flere grunner til at dette kan være en rimelig hypotese. For det første legger ikke målet om inflasjonsprognose på 2,5 % tre år fram i tid særlig sterke føringer på hvordan renta skal bestemmes i dag. Selv med normale tilstander på kredittmarkedet kan renta i inneværende periode brukes til å nå andre mål. I tillegg var jo dette en helt ekstraordinær situasjon, så et markert avvik fra renteregelen medførte ingen fare for tap av troverdighet i pengepolitikken. For det andre kan det hende at de to andre faktorene i renteregelen, arbeidsledighet og konkurranseevne, fortsatt ble vektlagt fordi disse variablene fanget opp realøkonomiske effekter som kunne bli en følge av finanskrisen.

Dersom hypotesen har noe for seg burde vi kunne tallfeste en renteregel der bare koeffisienten foran inflasjonsleddet varierer under finanskrisen. Dette får vi god støtte for i data. Når vi bruker data fra hele perioden fra første kvartal 2001 til og med første kvartal i år blir resultatet:

$$\text{Foliorrente} = 0,26 \cdot \text{Avvik fra inflasjonsmålet} - 0,34 \cdot \text{Ledighet} + 3,61 \cdot \text{Realvalutakurs} \\ + 0,77 \cdot \text{Foliorrente i forrige kvartal}.$$

Koeffisienten for inflasjon er endret fra 0,45 før finanskrisen, til 0,26 når utvalgsperioden går fram til 2010(1). De tre andre koeffisientene er det nesten ikke endret.

Figuren dokumenterer flere av modellens egenskaper. Modellen forklarer utviklingen i foliorenta svært godt og fram til fjerde kvartal i 2008 hadde både inflasjon og ledighet forholdsvis konstante koeffisienter (det er langtidskoeffisientene som er vist i figuren). Dette betyr at det var utviklingen i disse variablene som forklarer økningen i styringsrenta i denne perioden, ikke at en av variablene fikk (signifikant) større eller mindre vekt. Dette gjelder også realvalutakursen, selv om koeffisienten til den variabelen ikke er vist i figuren.



Etter fjerde kvartal 2008 er bildet helt annerledes: Forklaringen på rentefallet er at inflasjonskoeffisienten faller raskt mot null da behovet for å stabilisere kredittmarkedet og å motvirke en realøkonomisk resesjon blir politikkenes hovedanliggende. Vekten til ledigheten i responsfunksjonen er helt upåvirket av finanskrisen, noe som er i tråd med vår hypotese.

Grafen for inflasjonskoeffisienten når null-linjen en god stund før renta når sitt bunnivå. Figuren viser likevel at vektleggingen av inflasjonen er mindre nå enn det den var før finanskrisen. Fortsatt stor systemrisiko på grunn av internasjonal gjeldskrise borger kanskje

for at vekten på inflasjonen blir varig nedjustert og at vi er tjent med bare en delvis retur til responsfunksjonen slik den var før finanskrisen?