

## STABILE RENTER GIR MER FINANSIELL STABILITET

av Kai Leitemo, professor i samfunnsøkonomi ved Handelshøyskolen BI.

En av de mest interessante problemstillingene i forskning rundt pengepolitikk har vært om sentralbanken skal ta eksplisitt hensyn til formuespriser i fastsettelsen av pengepolitikken. En av de rådende oppfatningene er at sentralbanken først og fremst skal prioritere stabilitet i inflasjon og produksjon i fastsettelsen av renten. Finansiell stabilitet skal prioriteres i den grad den bidrar til stabilitet i inflasjon og produksjon. Noen mener imidlertid at sentralbanken også bør prioritere finansiell stabilitet utover dette hensynet og henviser til at det kan være store negative velferdseffekter av at formuespriser innehar bobler: effekter som driver prisene fra formuesobjektets fundamentale verdi. Disse prisboblene er mer volatile enn den fundamentale verdien av objektet og deres svingninger kan bidra til finansiell ustabilitet. Når bankene har basert seg på avhending av formuesobjektet som sikkerhet for sine utlån, vil store fall i prisene bidra til økt sannsynlighet for tap i banksektoren. En sikring mot dette er at sentralbanken tar eksplisitte hensyn til dette i utformingen av pengepolitikken.

Nåværende sentralbanksjef i FED og daværende Princeton-professor, Ben Bernanke, publiserte i 2001 en artikkel som argumenterte for at inflasjonsforventninger var en tilstrekkelig indikator for rentesettingen. Sentralbanken burde derfor ikke skjelle til formuesprisene i den grad den ikke påvirker inflasjonsforventningene. Det spørres om ikke Bernanke gjør seg andre tanker i disse tider. For meg synes de omstillingene som gjøres under en finansiell krise vil være mer velferdsforringende enn om inflasjonen avviker med et par prosentpoeng fra inflasjonsmålet. I de regjerende pengepolitiske modellene er det først og fremst prisstivheter i produkt- og arbeidsmarkedet som skaper velferdsforringelser. Disse kan motvirkes ved å holde inflasjonen lav. Modellene inneholder lite om ingen beskrivelse av mulige imperfeksjoner i formuesobjektmarkedene og banksystemet som kan skape problemer. Derfor er den gjeldende pengepolitiske doktrinen å holde lav inflasjon og skjelle lite til andre faktorer.

Men å ta hensyn til formuesobjektene i utformingen av pengepolitikken er imidlertid problematisk: først og fremst er det vanskelig å fastsette hva den fundamentale verdien av formuesobjektene er. Hva er det som tilsier at sentralbanken skal ha bedre informasjon her enn markedet? Dersom en skulle klare å skille disse komponentene, er det også uklart hvordan sentralbanken kan sette rentene eksplisitt for å jevne ut prisene. Disse størrelsene er vanskelige å modellere og lage gode prognoser for.

Det er imidlertid mulig for sentralbanken å gjøre noe. Det er mye som tyder på at lave renter over tid som følges av høye renter øker sannsynligheten for bobledannelser. Dersom husholdningene har hatt tilgang til en lav rente over lang tid, vil mange konkludere med at rentene vil kunne fortsette å være lave. En gitt inntekt kan finansiere et disproporsjonalt høyere lån når rentene faller mot null. Det gir mulighet for å finansiere et høyt boligkonsum samt å investere i bolig siden etterspørselen og prisene stiger. Mange vil investere fordi prisene i seg selv er forventet å stige, noe som kan generere bobler. Når rentene etter hvert stiger, vil imidlertid lånekostnadene tilta disproporsjonalt. Lånekostnadene stiger for eksempel med 300% når renten stiger fra 1 til 4 prosentpoeng. Dette kan sette en kraftig bremse på boligetterpørselen og boligprisene kan falle.

Det enkle eksemplet over illustrerer at sentralbanken kan bidra til å stabilisere formuesprisene først og fremst med å føre en "stabil" rentepolitikk – ved ikke å la renten være svært lav/høy over lang tid. En slik stabil pengepolitikk kan også være hensiktsmessig ut i fra et utsikkerhetsperspektiv: Når en ikke helt vet hvordan renten fungerer på økonomien, vil en stabil rentesetting kunne være en forsikring mot slik usikkerhet. Men først og fremst innebærer det at inflasjonen kan avvike noe mer fra inflasjonsmålet. Det tror jeg imidlertid vi kan leve med.