

Dagens Næringsliv, 28.10.2005

Gjeste kommentar: Hilde C. Bjørnland, Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo

Bernanke, pengepolitikk og formuespriser

Det har blitt uttalt at USAs kommende sentralbanksjef Ben Bernanke vil være langt mindre opptatt av utviklingen i formuesprisene enn sin forgjenger. Det er et utsagn som må modifiseres.

De som har fulgt med på nyheter de siste par dagene må ha fått med seg at Ben Bernanke vil ta over som USAs neste sentralbanksjef etter Alan Greenspan. Avisene har allerede skrevet mye om hva man kan vente seg, mens Bernanke har gjort sitt for å berolige ved å utale at han vil følge i Greenspans spor. På enkelte punkter skiller han seg imidlertid fra sin forgjenger, ved blant annet å være en forkjemper for et eksplisitt inflasjonsmål. I motsetning til mange land (deriblant Norge) som har gitt sentralbanken ansvar for å styre etter et tallfestet inflasjonsmål, har ikke Federal Reserve (Fed) i USA definert et slikt mål, men prøver i stedet å oppnå økonomisk stabilitet. Greenspan har imidlertid hatt målet om lav og stabil inflasjon som overordnet i det meste av sin periode, så i hvilken grad man i praksis vil merke et skifte i målstyring er uvisst. At det imidlertid vil gjøre det lettere for markedsaktørene å forutsi Feds rentebeslutninger er sikkert.

Et annet område der det har vært spekulert i om de skiller seg er i forhold til formuespriser. I gjengivelsen av et intervju med noen sjeføkonomer onsdag skrev DN blant annet at "*Ben Bernanke er langt mindre opptatt av utviklingen i formuesprisene enn sin forgjenger*". Dette tror jeg kan diskuteres. For å utdype dette må jeg ta et par skritt inn i hans akademiske meritter.

Bernanke har bakgrunn som økonomiprofessor fra Princeton University, og inntil han begynte i Fed for tre år siden, var han ukjent utover akademiske kretser. Men der hadde han til gjengjeld gjort solide og banebrytende arbeider. Ett av temaene han har vært særlig opptatt av er nettopp samspillet mellom pengepolitikk og formuespriser. Bakgrunnen for denne interessen har med pengepolitikken virkemåter å gjøre. De fleste land har et overordnet mål i pengepolitikken uttrykt ved en eller flere makroøkonomiske størrelser som produksjon, sysselsetting og inflasjon. Effekten av rentendringer på disse variable er imidlertid heller indirekte og virker med betydelig etterslep. Den mest direkte og umiddelbare effekten av rentendringer ser man i finansielle markeder som i aksjemarkedet, og i en viss grad også i valutamarkedet - særlig i små åpne økonomier som Norges. Ved å virke på formuespriser og avkastning, prøver derfor myndighetene å påvirke økonomisk adferd slik at de kan nå sine endelige mål. Forståelsen av samspillet mellom pengepolitikken og finansielle markeder blir da helt sentralt i utøvelsen av pengepolitikken, noe Bernanke har understreket flere ganger. Blant annet har han sammen med Kenneth Kuttner skrevet en artikkel der de studerer effekten på aksjemarkedet av en uventet renteendring. De finner at en renteøkning på 25 basispunkter vil gi en umiddelbar reduksjon i aksjeprisene på litt over 1 prosent. Andre igjen finner noe større effekter.

Når pengepolitikken kan vises å ha en umiddelbar effekt på formuespriser, vil derfor utviklingen i formuesprisene kunne være en nyttig indikator for sentralbanken i fastsettelsen av pengepolitikken. En helt annen debatt er hvorvidt man kan bruke pengepolitikken til å *styre* formuespriser. Nå er det slik at selv om pengepolitikken påvirker både aksjepriser og valutakurser, forklarer den relativt lite av de mange og store svingningene man observerer i disse markedene. Det er for eksempel ikke uvanlig at aksjemarkedet kan svinge opp mot 10% i løpet av noen få dager. Da vil det kreve mange prosentpoengs endringer i renten skal man klare å stabilisere dette markedet. Det ville i så tilfellet bety en veldig aggressiv pengepolitikk.

Relatert til dette er studier Bernanke har gjort sammen med Mark Gertler, der de viser at det å styre formuespriser kan bli for komplisert gitt vår ufullstendige forståelse av hvordan disse bestemmes. Spesielt kan det å identifisere boblekomponenter i aksje- og boligpriser vise seg å være vanskelig, slik at man kan gjøre mer skade enn gagn dersom man prøver å eliminere disse. Disse resultatene står fortsatt sterkt i pengepolitisk teori. Jeg tror derfor forskjellen mellom Greenspan og Bernanke vil vise seg å bli liten på dette området, selv om Greenspan i større grad åpner for at siste ord i debatten ikke er sagt. Følgende utdrag fra et foredrag Greenspan holdt i Jackson Hole i august i år understreker dette: *"But given our current state of knowledge, I find it difficult to envision central banks successfully targeting asset prices any time soon. However, I certainly do not rule out that future work could improve our understanding of asset price behavior, and with it, the conduct of monetary policy."*