

Formuespriser – konsekvenser for pengepolitikken?

Nina Langbraaten, rådgiver i Pengepolitisk avdeling i Norges Bank¹

Utviklingen i formuesprisene er viktig informasjon for sentralbanker i rentesettingen, da den kan påvirke inflasjonen – enten den nominelle utviklingen direkte, eller indirekte via virkninger på realøkonomien. Formuespriser kan også være indikatorer for fremtidig produksjons- og etterspørselsutvikling. Kraftige endringer i formuespriser har ofte forekommet ved betydelige ubalanser i økonomien. Selv om inflasjonen er lav, er det eksempler på at det har oppstått bobler i form av sterk verdistigning i formuesmarkedene. Når boblene brister, kan det bli nedgangstider og deflasjon. Formuesprisutviklingen kan på denne måten gi opphav til ustabil inflasjon. Slike utviklingstrekk kan også true stabiliteten i det finansielle systemet, jf. Norge på begynnelsen av 1990-tallet, USA etter krakket i 1929 og Japan på 1990-tallet. Det pågår derfor en debatt om formuespriser skal tillegges en større rolle i utformingen av pengepolitikken.

1 Innledning

Mange land har de siste årene gått bort fra valutakursmål i pengepolitikken og styrer isteden direkte mot lav og stabil inflasjon gjennom eksplisitte inflasjonsmål. I Norge ble det innført et inflasjonsmål 29. mars i år. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2½ prosent.

Et utbredt syn er at sentralbanker bør reagere på fluktasjoner i formuespriser ved å justere pengepolitikken kun i den grad disse fluktasjonene påvirker realøkonomien og den fremtidige inflasjonen (Gertler et al. 1998 og Vickers 1999). Debatten om en i større grad skal ta hensyn til inflasjon i formuesprisene² ved utformingen av pengepolitikken, kommer opp med jevne mellomrom, særlig i perioder med turbulens i formuesprisene, jf. den senere tids utvikling i internasjonale aksjemarkeder.

I en rapport fra Norges Bank Watch 25. september i år ble Norges Bank oppfordret til å legge større vekt på formuesprisene.³ De foreslår en politikk i to stadier. Det første stadiet er dagens fleksible inflasjonsmål. Det andre stadiet innebærer at man i spesielle tilfeller, på grunnlag av utviklingen i kredittaggregatene og formuesprisene, overstyrer signalene som gis av den normale bruken av inflasjonsmålet.

I denne artikkelen drøftes først hvordan formuespriser spiller sammen med øvrige økonomiske variable. Deretter ses det nærmere på spørsmålet om pengepolitikken bør reagere direkte på endringer i formuespriser. Til slutt ser vi på hvordan formuespriser kan brukes som informasjonsvariable for pengepolitikken.

2 Sammenhengen mellom formuespriser og realøkonomien

Formuesprisenes rolle i pengepolitikken avhenger av hvordan de spiller sammen med andre økonomiske variable. Samspillet er komplisert fordi det er en gjensidig påvirkning mellom formuesprisene og andre økonomiske størrelser, både realøkonomiske og nominelle.

Utviklingen i formuespriser kan påvirke den økonomiske aktiviteten ved at de innvirker på husholdningenes konsumetterspørsel, boliginvesteringer og bedriftenes investeringsetterspørsel. Også lånemulighetene kan påvirkes av prisutviklingen på formuesobjekter. Vi skal under se nærmere på konsumkanalen, investeringskanalen og kredittkanalen. Den generelle prisutviklingen påvirkes i sin tur både av etterspørselsutviklingen og ved at formuesprisene kan være kostnadskomponenter i andre priser. For eksempel vil prisoppgang på boliger kunne føre til høyere bokostnader. Kostnadsøkningen vil i neste omgang kunne føre til krav om økt lønn. Mange bedrifter, i hvert fall i skjermet sektor, vil øke prisene for å dekke de økte lønnskostnadene.

Endringer i formuespriser kan også være viktige for husholdningenes og bedriftenes tillit til den økonomiske utviklingen, jf. figur 1. Formuesprisene kan derfor være ledende indikatorer for etterspørsels- og prisutviklingen.

Konsumkanalen

Privat konsum avhenger blant annet av størrelsen på husholdningenes formue. Aksjer og bolig utgjør en vesentlig del av husholdningenes formue. Endringer i aksjekurser og boligpriser kan derfor påvirke konsumutviklingen. Virkningen er sterkest i land hvor husholdningene har store aksjebeholdninger og hvor en stor andel av husholdningene eier sin egen bolig. Ulike typer formuesobjekter kan ha ulik konsummotiverende effekt. De fleste studier fokuserer på sammenhengen mellom

¹ Takk til kolleger i Norges Bank for nyttige kommentarer og innspill.

² Formuesobjekter omfatter både finansielle variable som obligasjoner, aksjer, valuta, derivater og ikke-finansielle objekter som eiendom.

³ Norges Bank Watch er et prosjekt organisert av Centre for Monetary Economics ved Handelshøyskolen BI. De foretar en årlig gjennomgang av norsk pengepolitikk.

Figur 1 Husholdningenes forventningsindikator (nivå) og aksjekursindeksen, Norge. Kvartalstall



Kilde: EcoWin og Norsk Gallup Institutt

boligpriser og privat konsum og finner stort sett en klart positiv sammenheng. Resultatene fra studier som fokuserer på aksjekursutviklingen og privat konsum, er blandet. Dette kan bero på at husholdningenes aksjeandel er forskjellig fra land til land (Ekdahl et al. 1998).

I USA viser en studie utført i den amerikanske sentralbanken (Greenspan 1999) at det kan være forskjeller når det gjelder hvordan konsumet påvirkes av endringer i boligformue og i verdien av aksjeformuen. Økt boligformue slår raskere ut i konsumet og brukes som sikkerhet for lån ved kjøp av større konsumvarer. Den amerikanske sentralbanken har beregnet at virkningen på konsumet av endringer i boligformue er om lag fire ganger større enn for endringer i aksjeformuen (Brayton et al. 1997).

I Norge ble det mer utbredt å eie aksjer for alle inntekts- og aldersgrupper på 1990-tallet. Andelen av husholdningene som eier aksjer, økte fra 26 prosent i 1993 til 39 prosent i 1998, jf. Fugelsnes (2001). For lavinntektsgruppene og blant eldre er andelen mindre. I europeisk sammenheng skiller Norge seg ut ved at en stor andel av husholdningene eier egen bolig: 75 prosent av norske husholdninger eier boligen sin (1997) mot for eksempel 53 prosent i Danmark og 58 prosent i Sverige (1996), jf. Andersen (2001).

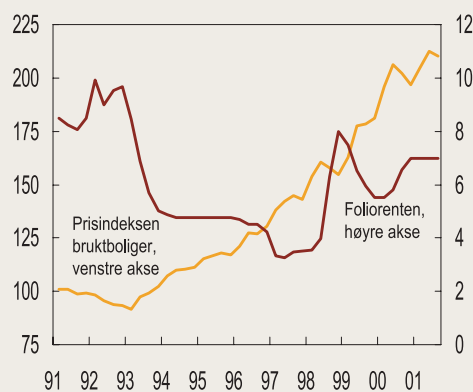
Ettersom det er mer utbredt for norske husholdninger å eie bolig enn å eie aksjer, vil trolig endringer i boligpriser i større grad enn endringer i aksjepriser gi opphav til formueseffekter på konsumet. I tillegg fluktuerte aksjeprisene mer enn boligprisene. Den fremtidige utviklingen i verdien av aksjeformuen kan derfor fremstå som mer usikker enn den fremtidige utviklingen i verdien av boligformuen. Husholdningene kan dermed forvente at en økning i verdien av boligformuen vil være mer permanent enn en tilsvarende økning i aksjekursene. Dette kan føre til at husholdningene tillegger utviklingen i aksjeformuen mindre vekt på kort sikt.

Aksjeformuen utgjør en relativt større andel av samlet formue i husholdninger med høy inntekt. Disse husholdningene har lavere konsumtilbøyelighet enn gjennomsnittet,

og også det kan dempe gjennomslaget av kursendringer på privat konsum. Aksjer kan dessuten være en del av en langsiktig sparestrategi (f.eks pensjonssparing), noe som kan føre til at svingninger i aksjekurser får mindre effekt på kortsiktige konsumbeslutninger. Etter hvert som en stadig større andel av husholdningene øker andelen aksjer i sin formue, vil aksjekursutviklingen kunne bli viktigere for konsumutviklingen.

I Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI avhenger privat konsum i første rekke av disponibel inntekt, dernest av husholdningenes formue (Olsen og Wulfsberg 2001). Er husholdningene samlet sett i netto gjeldssituasjon, vil økt rente redusere den samlede disponible inntekten og dermed bidra til å redusere forbruket. En renteøkning vil i tillegg medvirke til å dempe prisveksten på boliger og dermed gi svakere utvikling i husholdningenes formue, jf. figur 2. Erfaringsmessig vil det føre til at husholdningene sparer en større andel av inntekten sin for å kompensere for formuestapet.

Figur 2 Foliorenten i Norges Bank og prisindeks på bruktboliger (1991=100). Kvartalstall



Kilde: ECON og Norges Bank

Erfaringene fra Norge de siste årene kan tyde på at endringer i renten påvirker privat konsum raskere enn hva estimerte inntekts- og formueseffekter av rentendringer indikerer. En mulig forklaring er at en renteøkning har en direkte effekt på dagens konsum, ved å gjøre det mer lønnsomt å utsette konsumet til senere. Dermed sparer de mer (substitusjonseffekt).

Rentenivået kan i tillegg være en indikator for husholdningenes forventninger til egen og landets økonomi. Norges Bank har fra og med Inflasjonsrapport 2/2000 benyttet en relasjon for privat konsum, der realrenten etter skatt har en direkte effekt i tillegg til inntekts- og formueseffektene. I denne versjonen av konsumfunksjonen, hvor realrenten påvirker konsumet direkte, er inntekts- og formueseffektene på privat konsum av en renteendring noe mindre. Verdien av boligformue spiller dermed en mindre rolle i den versjonen av RIMINI som benyttes i inflasjonsrapporten enn i modellens basisversjon.

Gjennom det siste året har forsikringsselskaper og pensjonsfond hatt store tap som følge av fallet i aksjekursene. Dette tapet vil bli veltet videre over på kundene, som vil måtte betale mer for sine forsikringer og pensjonsinnskudd. Kommunal Landspensjonskasse (KLP), som forvalter pensjonsmidler for mange kommuner, har varslet at kommunene vil få krav om økte innbetalinger. Dette kan føre til at kommunene må redusere sine utgifter på andre områder. På denne måte kan verdiutviklingen i aksjemarkedet få betydning for offentlig konsum.

Investeringskanalen

Utviklingen i formuesprisene gir signaler om fremtidig kapasitetsbehov og kan derfor ha direkte betydning for omfanget av realinvesteringene. Realinvesteringene har betydning for vekstpotensialet i økonomien i tillegg til å ha en direkte effekt på etterspørselen. Høye aksjekurser kan gjøre det lettere for bedriftene å få tilgang på kapital, og bedriftene vil i større grad utstede ny aksjekapital for å finansiere realinvesteringer når aksjekursene er høye sammenlignet med når de er lave. Denne sammenhengen er formalisert gjennom det som er kjent som «Tobins q», der q er markedsverdien av bedriftens implementerte realkapital sett i forhold til kostnadene ved å anskaffe tilsvarende ny realkapital. Telleren i Tobins q er verdien av kapitalen gitt ved foretakets aksjeverdi. Nevneren er prisen på samme kapital hvis den skal anskaffes i dag. Hvis q er større enn én, da verdsetter aksjemarkedet allerede implementert kapital mer enn kostnadene ved å anskaffe ny kapital. Dette innebærer at det investeres mer i ny realkapital. I motsatt fall antas det at realinvesteringer utsettes.

Hvorvidt investeringene faktisk er riktig dimensjonert i forhold til den økonomiske utviklingen, vil avhenge av om formuesprisene drives av underliggende økonomiske forhold som økt overskudd i bedriftene, økt etterspørsel etter fast eiendom, eller om de har karakter av å være en boble.

Kredittkanalen

Utviklingen i formuesprisene kan også påvirke etterspørsels- og tilbudsforholdene i økonomien via bedriftenes og husholdningenes lånemuligheter. Ifølge Bernanke og Gertler (1999) er denne kanalen den viktigste forbindelsen mellom formuespriser og realøkonomi. Deres utgangspunkt er at kredittmarkedene ikke er perfekte markeder, og at det oppstår kredittrasjonering som følge av asymmetrisk informasjon. Dette gjør at kreditt vil være lettere tilgjengelig for aktører som i utgangspunktet er i en solid finansiell stilling, eller som kan tilby god sikkerhet for lånet. Oppgang i formuesprisene øker dermed mulighetene til å ta opp lån med sikkerhet i formuesobjektet. Den økte kreditten som da blir tilgjengelig, kan brukes til å kjøpe varer og tjenester

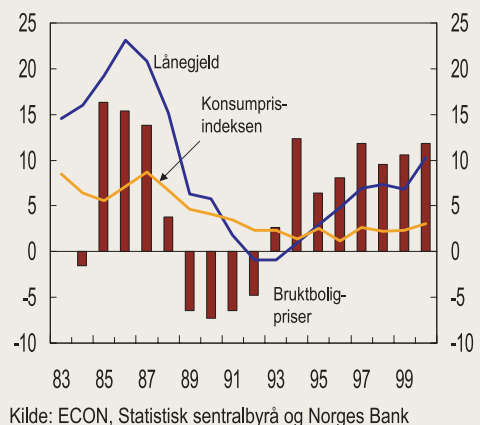
som igjen påvirker den økonomiske aktiviteten. Prosessen kan bli selvforsterkende, siden deler av den tilgjengelig kreditten kan bli brukt til å kjøpe formuesobjekter og sånn sett presse opp formuesprisene ytterligere. Finansielle forhold får på denne måten direkte betydning for samlet tilbud og etterspørsel, og vil forsterke fluktuasjonene i investeringer og produksjon sammenlignet med en økonomi med perfekte kapitalmarkeder. RIMINI inneholder mekanismer som simulerer et slikt samspill mellom bolig- og kredittmarkedene, jf. Eitrheim og Gulbrandsen (2001).

Det er vanlig at husholdningene låner med sikkerhet i bolig. Boligpriser antas derfor å være av større betydning når det gjelder kredittkanalen enn aksjepriser. Kredittilsynets boliglansundersøkelse i 2001 viste at om lag 15 prosent av bankenes utlån med sikkerhet i bolig gikk til finansiering av andre formål enn bolig. Tall for 1999 og 2000 var henholdsvis 13 og 18 prosent.

Utviklingen i formuespriser kan ha selvforsterkende effekt ved at høyere formuespriser øker lånekapasiteten. Resultatet av dette kan bli spekulative bobler uten bakgrunn i underliggende økonomiske forhold. Når slike bobler før eller siden sprekker, kan en oppleve sterke korreksjoner som kan forsterke og forlenge et konjunkturtilbakeslag. Eksempler på dette er den langvarige lavkonjunkturen i Japan siden begynnelsen av 1990-tallet og den sterke nedgangskonjunkturen i Norge på slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet.

På midten av 1980-tallet bidro deregulering av de norske finansmarkedene til økte lånemuligheter og en kraftig kreditt ekspansjon. Skattesystemet oppmuntret til å ta opp lån, fordi realrenten etter skatt for de med høyeste marginale skattesatser var negativ. Deler av den økte likviditeten ble brukt til kjøp av varer og tjenester, men en stor del fant veien til bolig- og aksjemarkedet. En hurtig og kraftig vekst i formuesprisene, som ga grunnlag for ytterligere lånefinansiering, ble resultatet, jf. figur 3. Denne oppgangen i formuesprisene skapte

Figur 3 Husholdningenes lånegjeld, nominelle bruktboligpriser og konsumprisindeksen. Årsvekst i prosent



grunnlag for en gjeldsfinansiert, sterk etterspørselsvekst, som i sin tur bidro til høy inflasjon. Da formuesprisene falt (boligprisene fra 1988 og aksjeindeksen fra 1990) befant bedriftene og husholdningene seg i en situasjon med en svært høy gjeldsbelastning. For å bygge ned gjelden ble forbruk og realinvesteringer redusert. Behovet for finansiell konsolidering bidro til å forsterke den norske konjunkturedgangen på slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet, jf. Eika og Nymoen (1992).

3 Bør formuesprisene ha en større rolle i utformingen av pengepolitikken?

Målet for pengepolitikken er avledet av et overordnet mål om å bidra til høy samlet velferd i samfunnet over tid. Høy og variabel inflasjon har en velferdskostnad. Det kan også være store kostnader forbundet med den politikken som er nødvendig for å bekjempe inflasjonen om den kommer ut av kontroll. Spørsmålet om formuespriser skal ha en større rolle i utformingen av pengepolitikken, bør vurderes med utgangspunkt i en tilsvarende velferdsbetraktning.

Lav og stabil inflasjon er trolig det beste bidraget pengepolitikken kan gi til vekst, velferd og inntektsfordeling. Det viser også empiriske undersøkelser (Bordo et al. 2000). Nominell stabilitet er avgjørende for at bedrifter og husholdninger skal kunne ha tillit til pengeverdien. Avtaler om kjøp og salg, om lån og om renter blir sluttet i nominelle kroner. Beslutninger både i offentlig sektor og i næringslivet skjer på grunnlag av dagens kroneverdi. Skattesystemet er i nominelle satser. Med tillit til pengenes verdi kan kontrakter inngås og investeringer planlegges uten den usikkerheten som oppstår med høye og variable inflasjonsrater. Høy og variabel inflasjon vil dessuten føre til en utilsiktet omfordeling av ressurser og inntekter. Det gir dårlige vilkår for vekst og velferd.

Med lav og stabil inflasjon vil prisene fungere bedre som informasjonsbærere i markedene. Det vil bidra til å redusere mulighetene for «bobler» og feilinvesteringer. Historien forteller oss at nedgangstider følger etter bobler som brister, jf. USA i 1929, Japan på 1980-tallet og Asia-krisen i 1997/98. Selv om det er vanskelig å identifisere hva som er årsak og hva som er virkning, ser det ut til at sykler i formuespriser har vært forbundet med økonomiske ubalanser. Lav og stabil inflasjon reduserer risikoen for at økonomien selv skaper plutselige endringer og sjokk som kan føre til konjunktur-omslag.

Spørsmålet er om sentralbanker kan bidra til å redusere muligheten for bobler og økonomiske ubalanser ved eksplisitt å ta hensyn til endringer i formuespriser i utformingen av pengepolitikken. Siden stabil

og lav vekst i formuespriser her kan betraktes som et avledet mål for økonomisk vekst og velstand, kan det være riktig å legge større vekt på formuespriser hvis det eksisterer en stabil sammenheng mellom formuespriser og det endelige målet.

Det har imidlertid vært vanskelig å finne klare og stabile sammenhenger mellom veksten i formuespriser og den realøkonomiske utviklingen, jf. kapittel 2. Empiriske arbeider kan tyde på at sammenhengen mellom aksjepriser og påfølgende endringer i produksjon og inflasjon er svak. Derimot kan det se ut som om forholdet mellom endringer i boligpriser og påfølgende produksjon og inflasjon er sterkere (Cecchetti et al. 2000, Goodhart og Hofmann 2000).

Et arbeid som har hatt stor innflytelse, er Bernanke og Gertler (1999). De argumenterer for at pengepolitikken bare skal reagere på formuespriser dersom disse prisene har implikasjoner for forventet inflasjon. Bernanke og Gertlers syn er at sentralbanker kan og skal behandle prisstabilitet og finansiell stabilitet som komplementære mål som ikke står i konflikt med hverandre. I praksis tror de at dette best oppnås ved et fleksibelt inflasjonsmål for pengepolitikken. De benytter en nykeynesiansk modell med en mekanisme for eksogen formuesprisboble og en kredittmekanisme. Modellen ser kun på en lukket økonomi, valutakursen inngår derfor ikke. De har utført simuleringer med ulike typer økonomiske sjokk, som formuesprisbobler og teknologiendringer, og latt pengepolitikken reagere på ulike kombinasjoner av inflasjon og formuespriser. De finner at variasjonen i produksjon og inflasjon blir mindre dersom sentralbanken følger en aggressiv «counter-inflation»-regel⁴ fremfor å følge en regel for rentesettingen hvor aksjekursene er inkludert.

Cecchetti et al. (2000) ser på flere alternative politikkreaksjoner enn Bernanke og Gertler (1999). De finner at sentralbanker kan minimere variasjon i produksjon og inflasjon ved å reagere på formuespriser i tillegg til utsiktene for inflasjonen. Deres konklusjon er at pengepolitikken bør reagere på selve formuesprisene og ikke bare på effektene av formuesprisene. Konklusjonen er dels basert på at muligheten for at «skjevheter» i formuesprisene kan bygge seg opp, vil reduseres hvis sentralbanken reagerer på formuespriser i utøvelsen av pengepolitikken. Ved å modifisere Bernanke og Gertlers modell gjennom å inkludere produksjonsgap, renteglatting og ulik grad av tilbakeskuende adferd i reaksjonsfunksjonen, oppnår de andre resultater enn Bernanke og Gertler

Et argument som har blitt brukt mot å benytte formuespriser i reaksjonsfunksjonen, er at rentens effekt på formuespriser antas å være relativt usikker. For Norges del ser det ut til at renten kan ha en viss effekt på boligprisene, jf. figur 2.

⁴ En aggressiv «counter-inflation»-regel innebærer å endre den nominelle renten slik at realrenten vil øke når det er et positivt inflasjonssjokk.

Konsumprisindeks og boligkostnad

De fleste konsumprisindekser måler prisutviklingen ved hjelp av en kurv av varer og tjenester som er representativ for husholdningenes konsumsammensetning. I den norske konsumprisindeksen er vektene beregnet på grunnlag av resultatene fra Statistisk sentralbyrås årlige forbruksundersøkelse.¹ Konsumprisindeksen bygger som en hovedregel på kjøpsprinsippet, det vil si at varer og tjenester som inngår, regnes som konsumert av husholdningene ved anskaffelse, jf. Johannessen et al. (2000). Imidlertid er det gjort et viktig unntak fra dette prinsippet. Kjøp av bolig betraktes som en investering i boligkapital som yter husholdningen bolig tjenester over boligens levetid. Tjenesten som en selveier mottar av

boligen sin omsettes ikke, men kan verdsettes gjennom de observerte prisene i leiemarkedet for tilsvarende boliger.

Prisen på bolig tjenester betegnes i den norske konsumprisindeksen som husleie, og består av:

- betalt husleie for husholdninger i andelsboliger og leieboliger
- beregnet husleie for selveiere

Beregnet husleie for selveiere blir bestemt ut fra leien for tilsvarende bolig i leiemarkedet. Dette innebærer at boligprisene i dag ikke er direkte inkludert i den norske konsumprisindeksen og sånn sett ikke i det norske inflasjonsmålet.

¹ Vektene beregnes som et likeveid gjennomsnitt av budsjettandelene i de siste tre årene (3-årig glidende gjennomsnitt).

En alternativ tilnærming kunne være å utvide inflasjonsbegrepet til også å inkludere formuespriser, og bruke en slik kombinasjonsindeks som et eksplisitt mål for pengepolitikken. Allerede for nesten 30 år siden, argumenterte Alchian og Klein (1973) for at en riktig prisindeks bør inkludere både priser på det som konsumeres i dag, og priser på fremtidige varer og tjenester. De senere årene har blant annet Goodhart (1999) og Shiratsuka (2000) gitt støtte til dette synet. Formuesprisene kan benyttes til å fange opp forventninger om fremtidige prisøkninger på varer og tjenester. Om dagens priser stiger samtidig som kombinasjonsindeksen er uendret, er det ikke behov for å endre pengepolitikken ettersom indeksen signaliserer at fremtidig konsumprisvekst kommer til å avta. Om derimot dagens konsumpriser er uendret samtidig som formuesprisene stiger og øker forventningene om fremtidig konsumprisstigning, er det behov for tilstramning i pengepolitikken.

Det har blitt argumentert for at inkludering av formuesprisene i selve inflasjonsmålet vil gjøre beslutningstakerne bedre i stand til å reagere i rett tid, fordi formuespriser antas å være fremoverskuende. Dette argumentet kan ha mindre tyngde i et inflasjonsstyringsregime hvor målvariabelen er inflasjonen et par år frem i tid. Et annet argument som taler mot inkludering av formuesprisene er at endringer i formuespriser kan skyldes andre faktorer enn fremtidige inflasjonsforventninger.

De teoretiske arbeidene viser at en kombinasjonsindeks for inflasjonen kan ha gode egenskaper. Så langt ser det ikke ut til at noen land har valgt å utforme pengepolitikken på grunnlag av en slik kombinasjonsindeks. Dette kan ha sammenheng med at den vil være vanskelig å operasjonalisere. Det er vanskelig å utlede en riktig sammenveining av formuespriser og andre priskompo-

nenter i en slik indeks. Shiratsuka (2000) påpeker at det er problemer knyttet til å finne tilstrekkelig og nøyaktig statistikk for alle de formuespriser som bør inngå. Cecchetti et al. (2000) finner at aksjekurser utviser for store variasjoner til at de kan brukes i en inflasjonsindeks. Goodhart (2001) trekker frem argumentet om at en vil få altfor stor vektlegging på volatile formuespriser, slik at kombinasjonsindeksen blir for ustabil og upålitelig. Hans forslag er derfor at bare boligpriser tillegges større vekt i inflasjonsmålet fordi de påvirker inflasjonen samt kan gi forstyrrelser i produksjonen. Dette er i tråd med Cecchetti et al. (2000) sitt syn.

4 Formuespriser som informasjonsgrunnlag for pengepolitikken

I arbeidet med pengepolitikken følger sentralbankene utviklingen i mange ulike økonomiske indikatorer for å vurdere tilstanden i økonomien og analysere utsiktene for den økonomiske utviklingen. Utvalget av indikatorer varierer over tid og mellom sentralbanker – avhengig av den økonomiske og finansielle strukturen. De fleste sentralbanker vurderer ulike penge- og kredittaggregater, samt en rekke realøkonomiske variable, herunder produksjonsgapet og mål for stramheten i arbeidsmarkedet.

Sentralbanker som styrer pengepolitikken etter et eksplisitt mål for veksten i konsumprisene, vil benytte en rekke formuespriser som del av informasjonsgrunnlaget for utformingen av pengepolitikken. Hvilke formuespriser som benyttes, vil avhenge av hvilken tilleggsinformasjon de kan gi.

Kan formuesprisene gi informasjon om forventninger?

Den økonomiske utviklingen avhenger blant annet av hvilke forventninger husholdninger og bedrifter har til framtiden. Slike forventninger er imidlertid vanskelige å måle.⁵ De finansielle formuesprisene kan inneholde betydelig informasjon om markedsaktørenes forventninger, siden de som tar posisjoner i finansmarkedene, inngår veddemål om den fremtidige økonomiske utviklingen. Disse aktørenes vurderinger av fremtidsutsiktene kan imidlertid være forskjellig fra dem til et bredere publikum. De sistnevnte har trolig størst betydning når det gjelder å påvirke den økonomiske utviklingen (den såkalte «Wall Street» vs «Main Street» effekten). I tillegg er det vanskelig å vurdere markedets forventninger nøyaktig gjennom estimeringer fra formuespriser. Det kan være store og varierende risiko- og likviditetspremier i formuesprisene. Dette begrenser nytten av formuespriser som indikatorer for forventninger.

Hvilke formuespriser gir informasjon?

Aksje- og boligpriser påvirker privat sektors formue og etterspørsel. De utgjør derfor et viktig informasjonsgrunnlag for pengepolitikken. I tillegg vil bolig- og aksjepriser påvirke lånemulighetene til husholdninger og foretak, og gjennom kredittkanalen påvirke konsum og investeringsetterspørsel, jf. avsnitt 2. I Norge utgjør boliger den største andelen av husholdningenes formue. Figur 4 viser utviklingen i realprisen på bolig og realaksjekursindeksen på Oslo Børs.

Figur 4 Prisen på brukte boliger og aksjekursindeksen, deflatert med konsumprisindeksen. Indeks (1979=100).



Kilde: EcoWin og Norges Bank

Andre finansmarkedspriser er også viktige. Nominell avkastning på obligasjoner blir alene eller sammen med

⁵ I noen land lages det spørreundersøkelser hvor en prøver å fange opp denne typen forventninger, for eksempel Consensus Forecast, ulike forventningsindikatorer osv..

⁶ Når det gjelder hvorvidt opsjonspriser kan si noe om markedets oppfatning av usikkerheten omkring den norske kronekursen, vises det til Eitheim et al. (1999).

avkastningen på indekserte obligasjoner brukt til å måle inflasjonsforventninger. Forskjell i avkastning mellom gjeldspapirer utstedt av private foretak og gjeld utstedt av staten er et mål på kredittrisikoen og blir brukt til å vurdere fremtidsutsiktene i foretakssektoren. Opsjonspriser benyttes til å kvantifisere markedets syn på sannsynlighetsfordelingen til fremtidige verdier på for eksempel valutakurser og aksjeindekser.⁶ Spørsmålet er imidlertid hvor langt disse indikatorene kan utfylle eller erstatte andre informasjonskilder.

Finansielle variable har flere fordeler som informasjonsvariable. De er tilgjengelige på nærmest kontinuerlig basis i motsetning til realøkonomiske variable, som blir rapportert sjelden og med betydelig tidsetterlep. I tillegg kan realøkonomiske variable bli gjenstand for betydelige revideringer i ettertid. Dessuten er det en fordel at finansielle data i seg selv er fremoverskuende i den grad prisene gjenspeiler markedets tro på fremtidig avkastning.

Det kan imidlertid hevdes at finansmarkedene i motsetning til varemarkedene har en tendens til å over reagere på sjokk og at de preges av flokkadferd og spekulasjon. Særlig i forbindelse med store markedsutslag kan det derfor være grunn til å vurdere nærmere hva som kan ha vært årsaken til sjokket.

Hvordan påvirker endringer i formuesprisene inflasjonsutsiktene?

En eventuell reaksjon fra en sentralbank med et inflasjonsmål på endringer i formuespriser, vil avhenge av hvordan disse endringene påvirker utsiktene for inflasjonen et par år fram i tid. Studier viser at det er samvariasjon mellom konsumpriser og bevegelser i aksjekurser, boligpriser og valutakurser. Resultatene til Cecchetti et al. (2000) og Goodhart og Hofmann (2000) antyder at formuespriser har effekt på fremtidig inflasjon selv om virkningen er forskjellig mellom land og kan endres over tid.

Det kreves god forståelse av hva som er årsak til en endring i formuesprisene for å ha nytte av denne informasjonen i utøvelsen av pengepolitikken. For eksempel kan inflasjonsvirkningen av en valutakursdepresiering variere avhengig av om depresieringen skyldes endringer i bytteforholdet mot utlandet eller politisk usikkerhet. Videre kan en prisoppgang på aksjer være forårsaket av tilbudssidesjokk, som gir opphav til permanent bedret produktivitet og dermed påfølgende høyere forventede fremtidige gevinster. Et slikt positivt sjokk kan innebære at inflasjonsprognosen kan revideres ned på sikt. Samtidig innebærer høyere aksjepriser en positiv formueseffekt som kan virke inflasjonsdrivende.

I slike situasjoner må en vurdere størrelsen på de ulike effektene. Om formueseffektene forventes å få større utslag enn tilbudssjokket, kan det være grunn til å stramme til pengepolitikken. Om tilbudssjokket er av midlertidig karakter og kun antas å påvirke samlet etter-

spørsmål på kort sikt, finnes det normalt ingen grunn til å gjøre noe med pengepolitikken. En børsoppgang som kun gir formueseffekter, kan derimot kreve en strammere pengepolitikk. I vurderingen av årsakene til endrede formuespriser står en overfor problemet med at det tar tid før vi har tilstrekkelig informasjon for å vurdere årsaken. Det kan derfor være vanskelig å avgjøre tidsnok om en formuesprisendring har sitt opphav i underliggende økonomiske forhold, og det vil være betydelig usikkerhet knyttet til slike vurderinger.

Tilsier hensynet til finansiell stabilitet økt vektlegging av formuespriser i pengepolitikken?

Sykler i formuespriser har historisk vist seg å falle sammen med perioder med finansiell ustabilitet. Borio og Lowe (2001) påpeker at tilsynsordningene for finansiell sektor ikke nødvendigvis er en tilstrekkelig garanti for finansiell stabilitet. Det kan derfor være grunn til å la pengepolitikken reagere på oppbyggingen av finansielle ubalanser. Mange har vært skeptiske til dette på grunn av vanskelighetene med å identifisere finansielle ubalanser på et tidlig tidspunkt. Borio og Lowe (2001) mener imidlertid at perioder med sterk kredittvekst, oppsving i formuesprisene og høye investeringsnivåer nesten alltid vil føre til at det finansielle systemet etter hvert kommer under press. Cecchetti et al. (2000) hevder at det å identifisere finansielle ubalanser ikke er vanskeligere enn estimeringer av produksjonsgap, en størrelse som benyttes av mange sentralbanker i utformingen av pengepolitikken. Det er eksempler på at formuespriser har bygd seg opp selv om inflasjonen har vært lav. Ved ikke å la pengepolitikken reagere tidlig på slike ubalanser, vil en ifølge Borio og Lowe (2001) kunne få betydelig påfølgende kontraksjoner i realøkonomien.

Sentralbanksjef Svein Gjedrem skrev om dette i en kronikk i Aftenposten 29. mai i år⁷: «Lav og stabil inflasjon er en nødvendig forutsetning for stabilitet i valuta- og finansmarkedene og i eiendomsmarkedene. Men det finnes også eksempler på at det har bygget seg opp bobler i form av sterk verdistigning i disse markedene mens inflasjonen har vært lav. Prisoppgang for boliger og eiendommer og for finansaktiva kan etter hvert også få vesentlig betydning for lønnsvekst og konsumpristigning. Når boblene brister, kan det bli nedgangstider. Utviklingen i finans- og eiendomsmarkedene kan på denne måten gi grobunn for mer ustabil inflasjon. I prinsippet kunne det være riktig å anvende renten til å motvirke dette. I praksis er det imidlertid vanskelig å vurdere om utviklingen i prisene på eiendommer og finansaktiva er bærekraftig.» (Gjedrem 2001)

⁷ For en nærmere omtale av Norges Banks overvåking/analyse av finansiell stabilitet vises det til Eklund og Gulbrandsen (2000) og Eitrheim og Gulbrandsen (2001).

5 Oppsummering

Historien viser at prisutviklingen i formuesmarkedene kan gi opphav til ustabil inflasjon. I prinsippet kunne det derfor være riktig å benytte renten til å motvirke kraftige svingninger i formuesprisene. Det er imidlertid vanskelig å avgjøre om utviklingen i formuesprisene er opprettholdbar eller varsler en «boble».

Det pågår en debatt om formuespriser skal gis en større rolle i pengepolitikken ved å inkludere dem i selve inflasjonsmålet eller i reaksjonsfunksjonen. Ingen store industriland har til nå gitt utviklingen i formuesprisene en slik selvstendig rolle i pengepolitikken.

Selv om formuespriser ikke er gitt en selvstendig rolle i utformingen av pengepolitikken, inkluderer de fleste sentralbanker formuespriser i informasjonsgrunnlaget for rentesettingen. Hvilke formuespriser en legger vekt på, vil avhenge av den informasjon som kan tolkes ut fra utviklingen i formuesprisene og av vurderinger av på hvilken måte de påvirker utviklingen i inflasjon og realøkonomi.

Referanser:

- Andersen, Arne (2001): «Eget hus og hage», Statistisk sentralbyrå <http://www.ssb.no/magasinet/norge_verden/art-2001-05-11-03.html>
- Alchian, Armen A. and Benjamin Klein (1973): «On A Correct Measure of Inflation». *Journal of Money, Credit and Banking*, 5 (1), s. 173-191.
- Bernanke, Ben and Mark Gertler (1999): «Monetary policy and asset price volatility». *Economic Review*. Fourth quarter 1999. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Bordo, M. D., M.J. Dueker, D.C. Wheelock (2000): «Aggregate price shocks and financial instability: An historical analysis». NBER Working Paper 7652.
- Borio, Claudio and Philip Lowe (2001): «Asset prices, financial and monetary stability. Exploring the nexus», BIS
- Brayton, Flint, Eileen Mauskopf, David Reifsgchneider, Peter Tinsley and John Williams (1997): «The role of expectations in the FBR/US macroeconomic model», *Federal Reserve Bulletin*, April.
- Cecchetti, Stephen G., Hans Genberg, John Lipsky and Sushil Wadhvani (2000): «Asset Prices and Central Bank Policy», *The Geneva Report on the World Economy* No. 2 .
- Eika, Kari H. og Ragnar Nymoen (1992): «Finansiell konsolidering som en konjunkturfaktor», *Penger og Kreditt* nr. 1/1992 (årg. 20), s. 29-38.
- Eitrheim, Øyvind, Espen Frøyland og Øistein Røisland (1999): «Kan prisen på valutaopsjoner si noe om markedets oppfatning av usikkerhet om kronekursen?» *Penger og Kreditt*, nr.2/1999 (årg.27), s. 230-241.

- Eitrheim, Øyvind and Bjarne Gulbrandsen (2001): «A model based approach to analysing financial stability» i BIS Papers No. 1 - Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability, s.311-330.
- Ekdahl, Ossian, Jonas A. Eriksson og Felice Marlor (1998): «Ska Riksbanken bry seg om aktiepriser?», *Penning- och Valutapolitikk*, 2/1998.
- Eklund, Trond og Bjarne Gulbrandsen (2000): «Norges Banks overvåking av finansiell stabilitet», *Penger og Kreditt*, nr. 1/2000 (årg.28), s. 45-52.
- Fugelsnes, Tore (2001): «Sparing i aksjer». Hovedoppgave ved Økonomisk Institutt, Universitetet i Oslo.
- Gertler, Mark, Marvin Goodfriend, Otmar Issing and Luigi Spaventa (1998): «Asset Prices and Monetary Policy: Four Views», (BIS/CEPR).
- Gjedrem, Svein (2001): «Inflasjonsmål - hvordan settes renten», *Aftenposten* 29. mai.
- Goodhart, Charles and Boris Hofmann (2000): «Do asset prices help to predict consumer price inflation?», *The Manchester School Supplement 2000*, s. 122-140.
- Goodhart, Charles (2001): «What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation?», *The Economic Journal*, 111, June.
- Johannessen, Randi, Per Espen Lilleås og Lasse Sandberg (2000): «Omlegging av konsumprisindeksen gir økt prisvekst i 2000», *Økonomiske analyser* 8/2000.
- Kredittilsynet (2000): «Boliglånsundersøkelsen» <www.kredittilsynet.no/pressemelding/meldinger/2000-25vedl.htm>
- Olsen, Kjetil og Fredrik Wulfsberg (2001): «Hvilken rolle spiller vurderinger og skjønn i bruken av den markøkonomiske modellen RIMINI?», *Penger og Kreditt*, nr.1/2001 (årg.29), s. 49-57.
- Shiratsuka, Shigenori (2000): «Asset Prices, Financial Stability, and Monetary Policy: Based on Japan's Experience of the Asset Price Bubble.» Discussion Paper No. 2000-E-34, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.
- Vickers, John (1999): «Monetary Policy and Asset Prices», *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 39, No. 4, s. 428-435.