

HAR AKTIEMARKNADEN BETYDELSE FÖR PENNINGPOLITIKEN?

Det finns två möjliga kanaler genom vilka penningpolitiken skulle kunna ha en effekt på den reala ekonomin via aktiemarknaden. Den ena kanalen går genom en *förändring i värderingen av befintligt kapital* (reflekterade i aktiekurserna) relativt kostnaden för nytt kapital. Kvoten mellan dessa värden benämns Tobins q . Om aktiekurserna stiger så att värdet av befintligt kapital överstiger dess återanskaffningsvärde (Tobins q är större än ett) kommer det att löna sig att investera i nytt kapital. Den andra kanalen består i att ändrade aktiekurser leder till en *förändring i hushållens förmögenhet som i sin tur kan påverka konsumtionen*.

Aktiekurserna skulle alltså kunna påverka ekonomin men hur påverkar penningpolitiken aktiekurserna? Priset på en aktie är lika med det förväntade diskonterade värdet av alla framtida utdelningar denna aktie berättigar till. Diskonteringsräntan kan i princip delas upp i en riskfri ränta plus en riskpremie. Utdelningarnas storlek avspeglar vinstnivåerna i företagen. En penningpolitisk åtstramning gör att diskonteringsräntan blir högre. Samtidigt innebär en högre räntenivå att efterfrågeläget i ekonomin dämpas, vilket bör leda till lägre vinster och utdelningar. En penningpolitisk åtstramning borde alltså leda till fallande aktiekurser och en expansiv penningpolitik leda till stigande aktiekurser.

Det har i praktiken visat sig svårt att lägga fram några belägg för den första kanalen från penningpolitiken via Tobins q till investeringarna. När det gäller förmögenhetseffekter på privat konsumtion är resultaten mer positiva. Sambanden mellan tillgångspriser och privat konsumtion har dock huvudsakligen behandlat sambandet mellan utvecklingen av egnahemspriser och privat konsumtion och mer sällan sambandet mellan aktiekurser och privat konsumtion.

Utvecklingen av privat konsumtion påverkas i hög grad av hushållens samlade resurser under deras livstid, d.v.s. den faktiska och förväntade inkomstutvecklingen. Den förväntade inkomstutvecklingen manifesteras i prissättningen på olika typer av tillgångar som sammantaget utgör hushållens förmögenhet. De största enskilda tillgångarna är egnahem och aktier. Med

en andel på ca 40 procent av de totala tillgångarna är egnahem den största tillgångsposten i de svenska hushållens förmögenhetsportfölj. Aktiernas andel i portföljen uppgår till knappt 20 procent (vid slutet av 1996). Andelen har dock trendmässigt ökat sedan början av 1980-talet.

På lång sikt förefaller det naturligt att hushållen betraktar stigande aktiekurser som ett hållbart förmögenhetstillskott som ökar deras livsinkomst och konsumtionsutrymme. På kort sikt finns det emellertid ett antal faktorer som talar för att sambandet är svagare. Genomslaget av kursrörelser på privat konsumtion bör vara begränsat eftersom hushållen försöker hålla en jämn konsumtionsbana över tiden. Till detta kommer det andelsmässigt stora innehavet hos hushållsgrupper med högre inkomster och förmögenhet, d.v.s. hos hushållsgrupper med låg konsumtionsbenägenhet. Deras placeringar torde ha ett starkt långsiktigt inslag vilket innebär att de lägger mindre vikt vid kortsiktiga prisfluktuationer. Vidare utgörs en stor andel av aktieinnehavet av pensionssparande som är låst över lång tid.

Hushållens framtidsförväntningar styr småhuspriserna och privat konsumtion. Stigande småhuspriser kan därmed vara orsak till och/eller indikator på en konsumtionsuppgång. Aktiepriserna däremot styrs inte enbart av hushållens förväntningar utan kanske i högre grad av andra aktörers förväntningar. Därför behöver sambandet mellan aktiekurser och privat konsumtion inte vara lika starkt som det mellan huspriser och privat konsumtion.

Slutsatsen är att den penningpolitiska kanalen från aktiemarknaden till privat konsumtion är relativt svag. I praktiken är också samvariationen mellan konsumtionstillväxt och kapitalvinster på aktier fördröjd och avsevärt lägre än samvariationen mellan konsumtionstillväxt och kapitalvinster på småhus. Det verkar alltså som om aktiemarknaden har en relativt begränsad betydelse för penningpolitiken. Sammantaget förefaller det mot denna bakgrund osannolikt att ett begränsat börsfall får mer än marginella direkta effekter på den pågående konsumtionsuppgången.