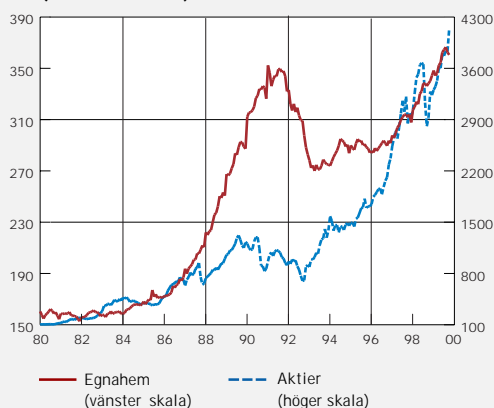


## TILLGÅNGSPRISER

Diagram R3. Prisindex egnahem (1976=100) samt Stockholms Fondbörs generalindex (1979-12-30=100).



Anm. Aktieindex består av månadsvisa noteringar, ultimo.

Källor: SCB och Stockholms Fondbörs.

Varför bör en centralbank intressera sig för tillgångsprisernas utveckling? Det svar som idag dominerar, men som inte är oomstritt, är att högre tillgångspriser kan resultera i högre aggregerad efterfrågan på varor och tjänster i ekonomin och därmed bidra till ett högre inflationstryck. Detta kan ske genom tre kanaler, som går under beteckningarna förmögenhetseffekten, Tobins  $q$  och den finansiella acceleratoren.

*Förmögenhetseffekten* innebär att konsumenterna inte behöver spara en lika stor andel av inkomsten för att upprätthålla ett visst sparmål, eftersom kapitalvinsterna bidrar till att öka deras förmögenheter. En större del av inkomsten än tidigare kan då användas till konsumtion.

*Tobins  $q$*  är kvoten mellan marknadsvärdet på en tillgång och dess återanskaffningsvärde. Om tillgångspriserna stiger så att marknadsvärdet blir högre än återanskaffningsvärdet kommer det att löna sig att göra investeringar i realkapital, eftersom varje investerad krona värderas till mer än en krona av marknaden. Vid en bedömning av effekterna på inflationen måste det beaktas att investeringar i realkapital inte bara ökar efterfrågan i ekonomin utan också höjer den samlade produktionskapaciteten.

Högre tillgångspriser leder till en förstärkning av både företagets och hushållens balansräkningar. Värdet ökar på de tillgångar som kan lämnas som säkerhet för lån till investeringar och konsumtion, vilket gör det lättare att erhålla dessa lån. Detta är vad som brukar kallas den *finansiella acceleratoren*. Konjunkturuppgången får en extra drivkraft genom att det blir lättare att få krediter.

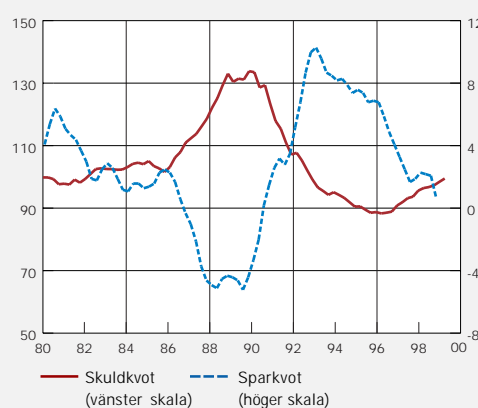
Hur har då tillgångspriserna utvecklats under de senaste åren? Diagram R3 visar en kraftig uppgång i priserna på både aktiemarknaden och egnahem sedan mitten av 1990-talet. Priserna på egnahem ligger nu på en högre nivå än innan fallet i början av 1990-talet. Aktiemarknaden har återhämtat sig starkt sedan korrigeringen hösten 1998 i samband med den internationella oron på de finansiella marknaderna.

Hur stor betydelse kan stigande tillgångspriser ha för den allmänna ekonomiska utvecklingen? Många bedömare menar att den starka utvecklingen på den amerikanska aktiemarknaden har varit en viktig faktor för den konsumtionsdrivna amerikanska konjunkturen. En indikation på att det kan finnas en betydande

förmögenhetseffekt är de amerikanska hushållens extremt låga sparande under de senaste åren. Även i Sverige kan den starka tillgångsprisutvecklingen ha lett till minskat sparande och högre konsumtion via förmögenhetseffekten. I diagram R4 visas utvecklingen i Sverige av sparkvot och skuldkvot, dvs. hushållens sparande respektive totala skulder som andel av disponibelinkomsten.<sup>17</sup> Hushållens sparkvot har minskat kraftigt under de senaste åren samtidigt som tillgångspriserna stigit, vilket skulle kunna tyda på förekomsten av förmögenhetseffekter. Sparkvoten är dock inte så låg som den var före krisen i början av 1990-talet. Då underbyggdes prisbubblan på fastighetsmarknaden av en stor skulduppbyggnad, vilket framgår av skuldkvotens utveckling under senare delen av 1980-talet. När skulderna var som störst uppgick de till ca 135 procent av den disponibla inkomsten. Det har inte skett någon liknande dramatisk uppbyggnad av skulderna de senaste åren även om trenden har varit positiv sedan mitten av 1990-talet. Även om utlåningen till hushållen totalt sett ökar i nuläget noteras inte samma ökningstal som i slutet på 1980-talet. Då torde ett uppdämt lånebehov efter många års reglerad kreditmarknad, förmånliga avdragsregler för räntekostnader samt den dåligt utvecklade kreditprövningen i svenska banker och bostadsinstitut ha utgjort viktiga drivkrafter bakom den ökade utlåningen. Den höga inflationen bidrog i kombination med skattesystemet också till en snabb "amortering" av lånen då skuldens reala värde successivt minskade. Med skatteeffekter var den faktiska realräntan ofta till och med negativ (se diagram 33).

De reala effekterna av en förmögenhetssökning är svårbedömda. Forskningsresultat indikerar att effekten av en ökning av aktieförmögenheten förefaller vara större i USA än i ett antal europeiska länder. I USA uppskattas en förmögenhetsökning på en dollar resultera i en konsumtionsökning på mellan 3 och 7 cent efter ett år.<sup>18</sup> Beräkningar som gjorts på Riksbanken indikerar att det är svårt att finna ett stabilt samband mellan

Diagram R4. Hushållens skuld- och sparkvot i Sverige. Procent

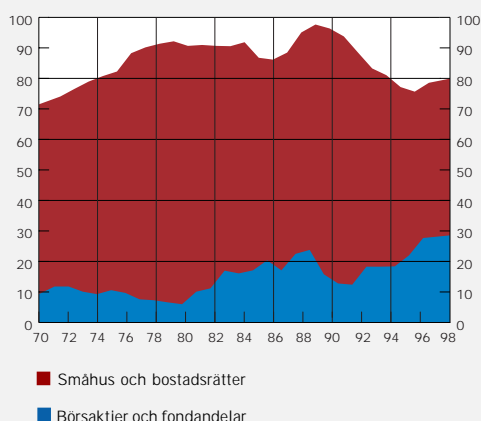


Anm. Sparandet är definierat enligt de tidigare nationalräkenskaper.

Källor: Ecowin och Riksbanken.

17. Om man lägger till sparande i arbetsmarknadsförsäkringar kommer den svenska sparkvoten att ligga ca 3 procentenheter högre (se Berg, L. (1999), "Sparande, investeringar och förmögenhet – en analys med inriktning på sammansättning och förändring av hushållens sparande och förmögenhet," en studie på uppdrag av Finansmarknadsutredningen).
18. Starr-McCluer, M (1998), "Stock market wealth and consumer spending", mimeo, Federal Reserve Board of Governors och Boone, L., C. Giorno och P. Richardson (1998), "Stock market fluctuations and consumption behaviour: Some recent evidence", OECD Economics Department Working Paper No. 208., Berg, L. (1988), Hushållens sparande och konsumtion, Allmänna Förlaget, Stockholm, finner förmögenhetseffekter från kapitalvinster i ungefär samma storleksordning på svenska data 1954-1986.

Diagram R5. Småhus och bostadsrätter samt börsaktier och fondandelar som andel av hushållens tillgångar. Procent



Anm. Heltäckande statistik över de olika komponenterna i hushållens förmögenhet finns i dagsläget inte att tillgå. Diagrammet baseras på Finansdepartementets uppskattningar i vårpropositionen.

Källor: Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet och SCB.

förändringar i förmögenhet (både finansiell och real) och konsumtion i svenska data. Effekten av stigande aktiepriser på konsumtionen bör rimligen vara mindre i ett land där aktier utgör en mindre andel av den totala förmögenheten. Sambandet kan emellertid successivt ha förstärkts, eftersom aktiernas andel av de svenska hushållens totala förmögenhet har ökat (se diagram R5). Småhus utgör dock fortfarande en betydligt större andel av den totala förmögenheten än aktier.

Skattningar som gjorts på Riksbanken tyder på en starkare förmögenhetseffekt från värdet på småhus än från finansiell förmögenhet. Det finns dock en risk att resultatet till stor del förklaras av en engångseffekt från avregleringen av den svenska kreditmarknaden, vilket gör det svårt att dra långtgående slutsatser. Tidigare studier har kommit fram till varierande resultat angående den relativa betydelsen av real och finansiell förmögenhet för den privata konsumtionen.<sup>19</sup>

En studie som gjorts vid Riksbanken visar att Tobins  $q$ , dvs. förhållandet mellan marknadsvärde och återanskaffningsvärde, verkar vara av betydelse för investeringarna i tillverkningsindustrin.<sup>20</sup> Detta innebär att den utveckling vi sett på aktiemarknaden under senare tid borde ha en positiv effekt inte bara på konsumtionen utan även på investeringarna.

När det gäller den finansiella acceleratoren, som verkar via kreditmarknaden och företagens och hushållens balansräkningar, är den empiriska forskningen såväl i Sverige som utomlands än så länge av betydligt mindre omfattning än för de båda andra mekanismerna. Den finansiella acceleratoren skulle dock kunna vara väl så viktig, inte minst när det gäller att förklara dramatiska förlopp vid kollapser på tillgångsmarknader. Ett kraftigt ras i tillgångspriserna kan få allvarliga konsekvenser inte bara för konjunkturutvecklingen utan även för stabiliteten i det finansiella systemet. Utöver den måhända mer uppmärksammade uppgiften att ansvara för prisstabilitet är finansiell stabilitet något som centralbanker har att värna, direkt eller indirekt. I Riksbanken kommer detta till uttryck i den halvårsvisa rapporten Finansiell stabilitet, där Riksbanken lämnar sin bedömning avseende riskerna i bank- och betalningssystemet.

19. Se t.ex. Kanis, A. och B. Barot (1993), "On determinants of private consumption in Sweden" National Institute of Economic Research Working Paper No. 34, och Markowski, A. (1994), "Private consumption expenditure in the econometric model Kosmos", National Institute of Economic Research Working Paper No. 44.
20. Se Assarsson, B., C. Berg och P. Jansson, "Investment in Swedish manufacturing: Analysis and forecasts", kommande arbetsrapport, Sveriges Riksbank Working Paper Series.

Även om penningpolitiken inom ramen för inflationsmålet väljer att betrakta tillgångspriserna främst som en drivkraft bakom den aggregerade efterfrågan och därmed på sikt också bakom inflationen, kvarstår en del problem. Som vi har sett är det inte trivialt att bestämma hur tillgångspriserna i genomsnitt påverkar den allmänna efterfrågan och därmed inflationsprognosen. Dessutom kan effekterna på efterfrågan och inflation av förändrade tillgångspriser vara olika vid olika tillfällen. Högre tillgångspriser behöver därför inte med nödvändighet alltid bidra till ett ökat inflationstryck. Det som är avgörande är orsaken till de högre tillgångspriserna. Om det som i grunden driver priserna t.ex. är högre förväntade vinster på grund av en bättre produktivitet utveckling behöver detta inte leda till högre inflation. Tvärtom kan det leda till en mer dämpad framtida prisutveckling eftersom ekonomins produktionsförmåga ökar.