Ska Riksbanken bry sig om aktiepriser?

Av Ossian Ekdahl, Jonas A Eriksson och Felice Marlor.
Ossian Ekdahl är chef för analysenheten vid penning- och valutapolitiska avdelningen. Jonas A Eriksson är verksam vid ekonomiska avdelningen och Felice Marlor vid betalningssystemavdelningen.

”Aktiemarknaden har prognosticerat nio av de fem senaste recessionerna”[1]

Den svenska aktieprisutvecklingen har sedan 1980-talet varit en av de bästa i världen. Förr eller senare inträffar emellertid alltid en period med lägre eller negativ avkastning. Men det är mycket sällan man kan förutsäga ett börsfall. Vad blir konsekvenserna av ett börsfall för samhällsekonomin? Bör penningpolitiken ta hänsyn till förändringar i aktiepriser? Hur bör Riksbanken agera vid ett börsfall?

För Riksbankens del finns det anledning att följa aktieprisutvecklingen i den mån möjligheten att uppfylla de av riksdagen fastlagda målen påverkas.

För Riksbankens del finns det anledning att följa aktieprisutvecklingen i den mån möjligheten att uppfylla de av riksdagen fastlagda målen påverkas. De mål som kan påverkas av förändrade aktiepriser och därmed är av intresse i denna artikel är:

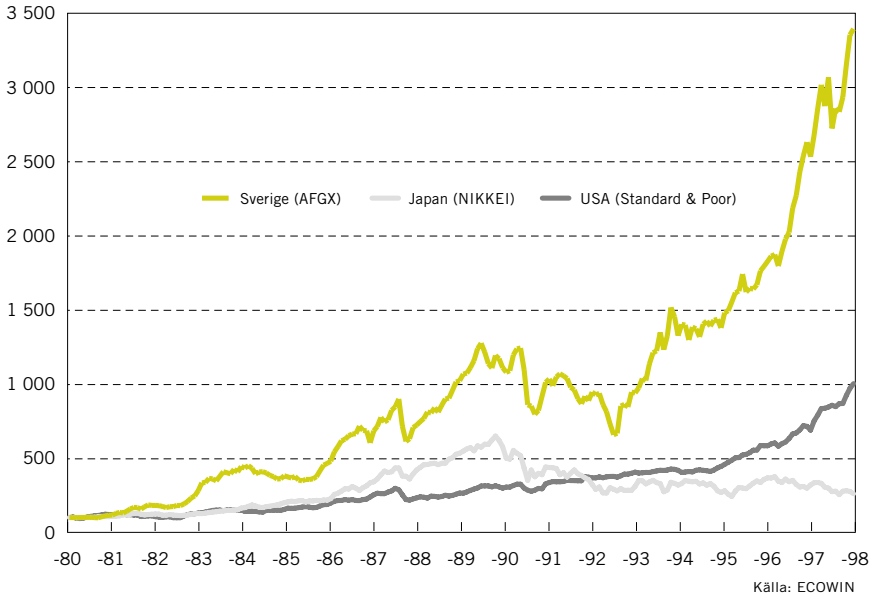
- inflationsmålet – att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska begränsas till 2 procent med en tolerans om +/– 1 procentenhet.
- målet att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.[2]

Aktieprisförändringar kan tänkas påverka Riksbankens verksamhet på flera olika sätt:

För det första kan aktiepriserna användas för att förbättra Riksbankens pro-

[1] Mankiw [1994].
[2] Målet om ett säkert och effektivt betalningsväsende brukar delas upp i två delar, dels att främja ett stabilt och effektivt betalningssystem och dels att se till att till att distributionen av sedlar och mynt sker på ett effektivt sätt. Det sistnämnda målet påverkas ej av förändringar i tillgångspriser.

Diagram 1. Aktieprisindex
Nominellt, i nationell valuta. Index 1980=100



Källa: ECOWIN

gnoser om hur ekonomin kommer att utvecklas. Aktiepriser kan användas som en indikator för ekonomisk aktivitet då värderingen av aktier är framåtblickande.

För det andra kan förändringar i aktiepriser ge upphov till reala effekter genom att företag och hushåll ändrar sina investerings- och konsumtionsbeslut när förmögenheten förändras. Detta kan leda till att Riksbanken kan behöva ändra den förda penningpolitiken för att kunna nå inflationsmålet.

För det tredje kan kraftiga förändringar i aktiepriser, främst fallande priser, ge spridningseffekter som kan ge problem i hela det finansiella systemet, åtminstone om belåningsgraden är hög. Risken för sådana kraftiga prisfall ökar om den tidigare prisuppgången varit kraftig och spekulativt driven. Riksbanken måste ha en beredskap för att möta eventuella sådana problem i det finansiella systemet.

Principiellt är diskussionen i artikeln tillämplig även på andra slag av tillgångspriser. Det finns emellertid flera skäl till varför vi koncentrerar oss på aktiemarknaden i denna artikel:[3]

- Priserna på aktiemarknaderna rör sig snabbare och är mer volatila än andra tillgångsslag som exempelvis fastigheter. Det innebär att stora förändringar i

[3] Aktier utgör knappt 20 procent av hushållens totala förmögenhetsportfölj. Den största posten är småhus/egna hem vilken utgör knappt 40 procent. Övriga viktiga tillgångar är exempelvis banksparande, kontanter etc.

hushållens och företagens förmögenhet snabbare uppstår på aktiemarknaderna än på andra tillgångsmarknader.

- Aktiemarknaderna över världen är, i likhet med andra värdepappersmarknader, starkt integrerade. Korrelationen mellan världens stora börser förefaller på mycket kort sikt vara stark. Det medför att risken för att ett kraftigt prisfall på en aktiemarknad i ett land eller en region snabbt sprids till andra delar av världen, ökar, på ett sätt som inte är fallet för mer trögrörliga marknader såsom exempelvis fastighetsmarknaden.
- Om tillgångspriser är användbara som indikatorer för penningpolitiken kan aktiepriser vara de mest lämpliga att använda då tillgången på data gör att det är relativt enkelt att studera vad som händer vid värdeförändringar på aktiemarknaden. På fastighetsmarknaden erhålls data med lång eftersläpning. Det är också svårare att jämföra priserna på fastigheter eftersom objekten som bjuds ut inte är enhetliga.

Tillgångsmarknaderna är emellertid inte oberoende av varandra. Förändringar på en marknad slår igenom även på andra marknader. Det sker emellertid med olika lång eftersläpning. En förändring i räntorna på penningmarknaden innebär en förändring i alternativavkastningen på aktiemarknaden och förändrar därmed värderingen av aktierna. Likaså påverkar ränteförändringen fastighetsmarknaden i och med att finansieringskostnaderna påverkas, även om effekterna uppstår med en viss fördröjning.

I denna artikel börjar vi med att diskutera hur fallande aktiepriser kan påverka den reala ekonomin genom förändringar i konsumtion och investeringar. Vi gör detta med utgångspunkt från börsfallen 1929 och 1987 och en simulering av ett börsfall idag. Därefter diskuteras hur Riksbanken påverkas av en kraftig nedgång i aktiepriserna. Vi redogör här dels för hur det finansiella systemet påverkas, främst bankerna, dels hur förutsättningarna för penningpolitiken påverkas.

Aktiemarknaden och den reala ekonomin

Aktiepriserna påverkan på konsumtion och investeringar

Prisutvecklingen på fastigheter, aktier och andra tillgångar påverkar den ekonomiska utvecklingen via effekter på investeringar och konsumtion. Ett börsfall kan därför påverka inflations- och tillväxtutsikterna. Man brukar säga att det finns en kanal mellan finansiell och real aktivitet i ekonomin.

Enligt Tobin[4] påverkar aktiemarknadens utveckling investeringarna i ekonomin. Om aktiepriserna stiger lönar det sig för företagen att nyinvestera. Om aktiepriserna istället faller är det mer intressant för företag att köpa upp redan befintliga företag på börsen för att komma över kapitalutrustning istället för att själva nyinvestera. Enligt detta synsätt skulle alltså företagens investeringar bli lägre när aktiemarknaden utvecklas svagt.

Enligt traditionella konsumtionsteorier bestäms privat konsumtion endast av inkomsten. Enligt mer moderna konsumtionsteorier bestäms privat konsumtion inte bara av den faktiska inkomsten utan även till stor del av nuvärdet av förväntade inkomster under livstiden, det så kallade humankapitalet, och sammanlagd förmögenhet. Mycket pekar på att hushållen tycks vilja ”jämna ut” sin konsumtion över livet. Vidare verkar hushållen vara mer beredda att konsumera om en inkomstökning är att betrakta som permanent än om den bara ses som tillfällig.

Det finns flera orsaker till varför förmögenhetens betydelse för privata konsumtionsbeslut verkar ha ökat. En viktig sådan är att i takt med att välståndet har ökat har hushållens förmögenheter ökat och därigenom blivit viktigare.[5]

En annan viktig faktor är avregleringen av finansmarknaderna under 1980-talet.[6] Med avregleringen blev det i större utsträckning möjligt att exempelvis belåna småhus vilket ökade hushållens konsumtionsutrymme eftersom det inte behövdes lika stor kontantinsats vid köp av hus som tidigare. Avregleringarna har alltså inneburit att hushåll med belåningsbara tillgångar har givits möjlighet att redan idag konsumera förväntade framtida inkomstökningar (i utjämnande syfte).

Förändringar i socialförsäkringssystemen har också gjort att den enskildes förmögenhetsuppbyggnad blivit allt viktigare. Sparandet i bl.a. aktiefonder har därmed ökat. (se diagram 2)

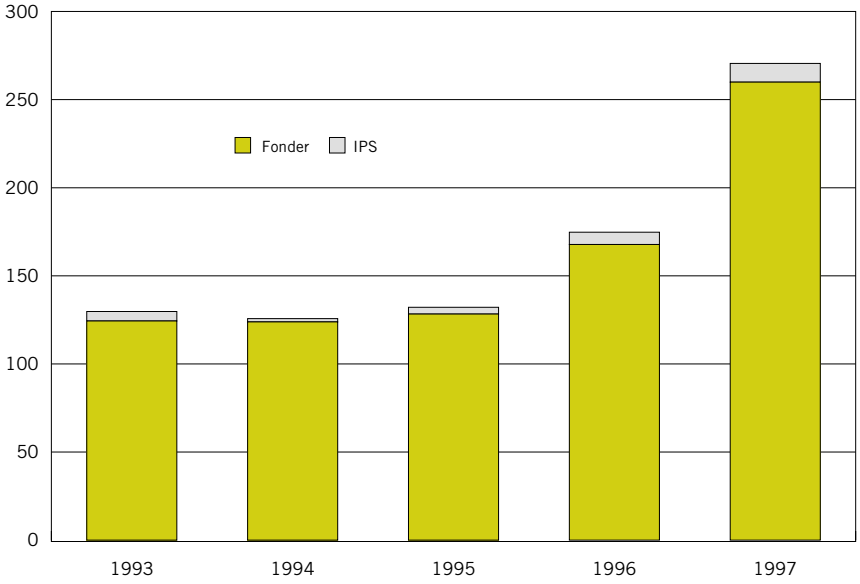
Påverkan på privat konsumtion till följd av förändrade aktiepriser (eller andra tillgångspriser) brukar gå under benämningen förmögenhetseffekter. Det är emellertid troligt att privat konsumtion påverkas även på andra sätt av aktiekursutvecklingen än via förmögenhetseffekter. En tänkbar kanal genom vilken ett aktiefall skulle kunna få effekt på privat konsumtion är via en förändring av konsumenternas förtroende. Ett mycket stort börsfall som negativt påverkar hushållens förtroende skulle t.ex. kunna leda till ett ökat försiktighetssparande som direkt slår på den privata konsumtionen.

[4] Se Tobin [1969].

[5] Antalet aktieägare i Sverige har ökat från en liten exklusiv skara under 1970-talet till omkring halva befolkningen idag om man räknar med det indirekta aktieägandet genom olika typer av fonder.

[6] Se exempelvis Berg och Bergström [1993].

Diagram 2. Hushållens sparande i fonder och IPS
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken

Aktiepriser som informationskälla

Tillgångspriserna spelar en avgörande roll som länk mellan korta räntor och aggregerad (samlad) efterfrågan i ekonomin.

Tillgångspriserna spelar en avgörande roll som länk mellan korta räntor och aggregerad (samlad) efterfrågan i ekonomin. Utformningen av penningpolitiken kan ta hänsyn till utvecklingen av finansiella data på flera olika sätt. I detta avsnitt kommer vi att diskutera fördelar och nackdelar som kan uppkomma när finansiella data används som variabel i utformningen av penningpolitiken.

För det första kan vi konstatera att det kan finnas flera fördelar med att använda finansiella data, exempelvis aktiekurser, i utformningen av penningpolitiken. De noteras i de allra flesta fall ögonblickligen och det är därmed möjligt att få tillgång till dem mycket snabbt. Vidare är det enkelt och relativt billigt att få tag på data, och de revideras inte i efterhand vilket är fallet med många reala variabler. Ytterligare en viktig fördel är att finansiella data i sig är framåtblickande i och med att priserna återspeglar marknadens tro om framtida vinster eller räntor. Det finns också incitament för marknadsaktörerna att låta all relevant information återspeglas i priserna, vilket ofta inte är fallet för andra insamlade data.

Indikator i centralbankens inflationsprognos

För en centralbank med ett uttalat inflationsmål är den optimala reaktionen på förändringar i tillgångspriser beroende på hur dessa förändringar påverkar inflationsprognosen.

För en centralbank med ett uttalat inflationsmål är den optimala reaktionen på förändringar i tillgångspriser beroende på hur dessa förändringar påverkar inflationsprognosen. Innebär förändringarna stigande inflationsprognos ska penningpolitiken stramas åt och vice versa. Den svåra frågan blir naturligtvis hur inflationsprognosen påverkas av en förändring i tillgångspriserna. Påverkan på inflationsprognosen och därmed på penningpolitiken beror på av vilken orsak som tillgångspriserna förändras. Högre aktiepriser kan exempelvis bero på en utbudschock såsom högre produktivitet och därmed följande högre förväntade framtida vinster. Denna positiva utbudschock kan innebära att inflationsprognosen kan revideras ned på sikt. Samtidigt innebär de höjda aktiepriserna en positiv förmögenhetseffekt som kan verka inflationshöjande.

Den penningpolitiska responsen beror dels på den samlade styrkan i dessa två motverkande effekter dels på vilken tidshorisont som utbudschocken verkar. Om förmögenhetseffekten väntas få större utslag än utbudseffekten på den tidshorisont som penningpolitiken verkar kan det finnas anledning att strama åt penningpolitiken. Om utbudschocken är temporär och väntas påverka aggregerad efterfrågan endast på kort sikt finns det normalt ingen anledning att reagera med penningpolitiken. Helt andra implikationer för penningpolitiken får en börsuppgång med enbart förmögenhetseffekter, då penningpolitiken bör stramas åt.

Det finns skäl att poängtera att denna diskussion utgår från att centralbanken har en relativt god inblick i hur ekonomins struktur ser ut och hur ekonomin fungerar som svar på en chock och främst vad som ligger bakom. Även om centralbanken inte direkt kan observera vilken chock som drabbat ekonomin är det ofta möjligt att utifrån andra variablers förändringar dra slutsatser om vad som har hänt. En positiv utbudschock påverkar aktiekurser, räntor och valutakurs på annat sätt än exempelvis en för stimulativ penningpolitik. Även om vissa slutsatser kan dras kommer det i praktiken alltid att vara svårt att i förväg veta vad en prisuppgång beror på. Ofta visar det sig att bubblor startas av förändringar i de fundamentala faktorerna.[7] Att i ett sådant läge avgöra hur stor del av en prisuppgång som är direkt hänförbar till de fundamentala faktorerna och hur stor del som är en bubbla låter sig inte göras lätt.

[7] Se Sellin [1998].

Vid den tidpunkt då centralbanken tror sig veta att det verkligen är en bubbla och inte en fundamentalt motiverad uppgång är risken stor att det är för sent för centralbanken att agera. Likaså fungerar transmissionsmekanismen olika i olika länder beroende på, exempelvis, hur stor del av befolkningen som äger finansiella tillgångar, graden av öppenhet gentemot omvärlden, vilka möjligheter som företag och hushåll möter på kreditmarknaden etc.

Vid den tidpunkt då centralbanken tror sig veta att det verkligen är en bubbla och inte en fundamentalt motiverad uppgång är risken stor att det är för sent för centralbanken att agera.

Ska centralbanker försöka påverka aktiekurserna?

Givet att en centralbank uppfattar att en bubbla i tillgångspriserna håller på att byggas upp, ska den då ingripa på ett tidigt stadium eller låta utvecklingen ha sin gång?

Genom att i föregripande syfte motverka bubblan skulle det kunna vara möjligt att minska de realekonomiska effekterna som uppstår vid prisfallet. I annat fall kan bubblan komma att växa under en längre tid och den efterföljande korrektionen blir desto större. I de flesta länder, och däribland Sverige, skulle det emellertid vara viktigare att agera mot en bubbla i fastighetspriser eftersom bankernas exponering mot fastighetsmarknaden oftast är större än motsvarande exponering mot aktiemarknaden. Risken för att en spräckt finansiell bubbla äventyrar den finansiella stabiliteten blir då större.

Frågan uppstår emellertid om centralbanken genom penningpolitiska åtgärder har möjlighet att påverka en bubbla som har utvecklats. Vi vet idag mycket lite om vilka räntehöjningar som skulle behövas för att häva en bubbla. Om man till detta lägger osäkerheten om hur stor bubblan är blir slutsatsen att centralbanken inte ska försöka spräcka en bubbla med penningpolitiska åtgärder i förebyggande syfte.[8]

Det finns emellertid andra åtgärder som en centralbank skulle kunna använda för att dämpa eller häva utvecklingen av en finansiell bubbla. När börsutvecklingen under lång tid varit gynnsam lockar detta till sig ett stort antal nya placera-

[8] Det förs ibland diskussioner om att ett prisstabilitetsmål för en centralbank borde uttryckas i både nuvarande och framtida priser på varor och tjänster. Framtida priser, som inte är direkt observerbara, skulle i sådana fall approximeras av ett brett definierat index över finansiella tillgångar. Att investera i finansiella tillgångar är ju ett sätt att skjuta upp konsumtion till framtida tidpunkter och värdet på den finansiella tillgången blir därför beroende på värdet av sådan framtida konsumtion. Tillgångspriserna skulle därför viktas samman med konsumentpriserna till ett nytt index som centralbanken sedan ansvarar för utvecklingen av. Det finns emellertid flera problem med användningen av ett sådant index, varför detta ej kan rekommenderas . Dessa problem diskuteras närmare i Berg och Galvenius [1994] och kommer inte att behandlas vidare i denna artikel.

re. Dessa har oftast ingen erfarenhet av perioder med sämre utveckling på börsen varför deras förväntningar om framtida aktieprisutveckling lätt blir alltför höga.

Även mer erfarna aktieplacerare smittas av den positiva stämningen och justerar sina förväntningar om framtida vinstutveckling, alternativt justerar sina riskpremier.

Likaså tycks det vara så att även mer erfarna aktieplacerare smittas av den positiva stämningen och justerar sina förväntningar om framtida vinstutveckling, alternativt justerar sina riskpremier. Vid sådana tillfällen finns det möjlighet för en centralbank att påverka skeendet på börsen genom att söka bredda diskussionen och analysen av aktieplaceringar. Genom att aktivt diskutera de risker som finns på börsen och påvisa vilken god ekonomisk utveckling som krävs för att företagen ska leva upp till vinstförväntningarna har centralbanken förhoppningsvis möjlighet att påverka utvecklingen så att bubblan inte växer allt för snabbt. De effekter som uppstått efter uttalanden i denna riktning som gjorts av centralbankerna i bland annat USA och Tyskland har dock varit relativt kortvariga.

Empiriska studier

De flesta studier som gjorts har fokuserat på sambandet mellan prisutvecklingen på småhus och privat konsumtion. Det finns emellertid även studier där man studerar aktieprisutvecklingen och privat konsumtion. Resultaten är tämligen blandade, vilket bl.a. kan bero på att hushållens aktieinnehav skiljer sig åt mellan olika länder. Flertalet studier, bl.a. ekonometriska skattningar på Riksbanken, pekar emellertid på ett tämligen svagt samband mellan aktiepriser och privat konsumtion på kort sikt.[9]

Vilka är de viktigaste förklaringarna till detta?

- Svängningarna i aktiepriser på kort sikt är stora. Givet att hushållen eftersträvar att hålla en jämn konsumtion bör därför kortsiktiga upp- eller nedgångar på aktiemarknaden inte få så stora genomslag på konsumtionen.
- Det andelsmässigt stora innehavet av aktier hos hushållsgrupper med högre inkomst och förmögenhet, vilka har en lägre konsumtionsbenägenhet, talar för att genomslaget av kursförändringar sannolikt inte får så stor effekt på privat konsumtion.
- En stor del av aktieinnehavet utgörs idag av pensionssparande som är låst under lång tid. Även om detta sparande till viss del är belåningsbart bör därför förmögenhetseffekterna vara lägre än för annat sparande.

[9] Se exempelvis Poterba & Samwick [1995].

På lång sikt verkar det emellertid troligt att hushållen ser stigande aktiekurser som ett mer hållbart förmögenhetstillskott som ökar deras livsinkomst och därmed deras konsumtionsutrymme.

Något som skulle kunna tala mot att sambandet mellan aktiepriser och privat konsumtion är svagt är att många nya grupper av sparare, inte minst hushåll med lägre inkomster, under senare tid har givit sig in på aktiemarknaden när mer traditionella sparformer, såsom banksparande, under de senaste åren har visat sig ge så låg avkastning. Hur dessa hushåll skulle reagera vid ett kraftigt börsfall vet vi inte eftersom dessa grupper inte i någon större omfattning ägt aktier vid tidigare stora börsfall.

Många nya grupper av sparare, inte minst hushåll med lägre inkomster, har under senare tid givit sig in på aktiemarknaden när mer traditionella sparformer, såsom banksparande, under de senaste åren har visat sig ge så låg avkastning.

Extrema händelser som påverkar Riksbanken

Under normala förhållanden kan aktieprisernas utveckling användas som informationskälla för Riksbanken i utformningen av penningpolitiken – även om informationen ibland är svår att tyda. Under mer extrema händelser – främst kraftiga börsfall – påverkas Riksbankens verksamhet på ett mer direkt sätt. Vi kommer nu att diskutera effekterna av sådana kraftiga börsfall. Först diskuteras effekterna på den reala ekonomin som kan vara långt större än vad som beskrivits ovan. Vi presenterar dels effekterna av tidigare börsfall och även simuleringar gjorda på Riksbanken. Därefter diskuteras effekterna på den finansiella sektorn där Riksbanken har ansvaret för att upprätthålla stabiliteten.

Effekter av tidigare börsfall

Mot bakgrund av de mycket snabba förändringar i aktiepriser vi upplevt under senare tid, inte minst nedgången i kölvattnet av den ekonomiska krisen i Asien kan det vara intressant att lite närmare se hur den reala ekonomin har påverkats av stora börsfall i historien. Vi kommer främst att fokusera på de två börskrascherna 1929 och 1987, vilka båda utlöstes på New York-börsen, men som fick stora konsekvenser för aktiemarknaderna världen över. Syftet med dessa beskrivningar är att ge en bild av hur den reala ekonomin påverkas av mycket stora börsfall.

Svarta torsdagen 1929 – världsdepression

Få ekonomiska händelser har det skrivits så mycket om i den ekonomiska litteraturen som börskraschen i New York 1929. Meningarna går emellertid isär om vad som egentligen orsakade fallet.[10] Aktiemarknaden i New York hade utvecklats mycket starkt under 1920-talet liksom ekonomin i övrigt. Industriproduktionen hade under 1920-talet ökat dramatiskt genom produktivitetsökningar möjliggjorda av den nya tidens teknologi (det var exempelvis under denna tid som massproduktion av bilar slog igenom på allvar). Då löner och priser ökade i långsammare takt än produktiviteten stärktes företagens vinster. Med dessa vinster, och med lånade medel, ökade företagen sina kapitalinvesteringar för att kunna möta hushållens efterfrågan. Nya spar- och investeringsformer gjorde också att allt fler hushåll placerade en del av sitt sparkapital på börsen.

Man trodde att man hade nått en ”ny platå” där allting bara kunde bli bättre eftersom ekonomins fundamenta hade förbättrats.

Mot bakgrund av den snabba produktivitetsutvecklingen, de höga vinstnivåerna och den starka efterfrågan menade många bedömare att den högt värderade aktiemarknaden fullt ut var motiverad. Man hade nått en ”ny platå” där allting bara kunde bli bättre eftersom ekonomins fundamenta hade förbättrats. I efterhand har ekonomer kunnat påvisa att det fanns fundamenta som motiverade högre aktiepriser till en början, såsom den mycket höga produktivitetsutvecklingen, men att det efterhand stod allt mer klart att börsens värdering gick överstyr.

Under lång tid såg många betraktare på börskraschen 1929 som en mycket dramatisk händelse som var orsaken till den kris som fortplantade sig över världens finansmarknader och utlöste en världsdepression. Mycket talar emellertid för att det inte var börsfallet i sig som skapade krisen. Exempelvis hade konjunkturen börjat att mattas av redan innan börskraschen var ett faktum. Börsfallet bekräftade endast nedgången. Vidare fanns det stora underliggande strukturella problem i den amerikanska ekonomin. Ett sådant problem var den kraftiga kreditexpansion som föregick börsfallet och som byggde på orealistiska förväntningar om framtida inkomster.

I avsaknad av en stram penningpolitik, som kunde ha begränsat kreditexpansionen, fick den spekulativa bubblan fortsätta att växa till. Direkt efter börskraschen i oktober 1929 gick Federal Reserve (FED) in för att stötta det finansiella systemet och för att försöka begränsa problemen till aktiemarknaden. Efter ett tag, av rädsla för att spekulationsattackerna skulle ta fart igen, och beroende på

[10] För intressanta genomgångar av börskraschen 1929 se ex Galbraith [1954] och Temin [1991].

disciplinen orsakad av guldmyntfotens konstruktion stramade man åt penningpolitiken.

Denna åtstramning fick förödande effekter på hela den reala ekonomin.[11] En våg av konkurser svepte över landet, inte minst i banksektorn, arbetslösheten sköt i höjden och en stor osäkerhet spred sig bland hushållen. Aktiviteten i ekonomin avstannade nästan helt. Under perioden 1929-33 sjönk BNP med över 30 procent, privat konsumtion och investeringar föll dramatiskt, arbetslösheten ökade och deflation utbröt. Problemen förvärrades sannolikt också av de amerikanska myndigheternas försök att på mycket kort sikt uppnå balans i statsbudgeten trots det stora efterfrågebortfall ekonomin drabbats av.

Tabell 1. BNP, inflation, arbetslöshet 1929–34 i USA
Makroekonomiska nyckeltal för Sverige och USA (årlig procentuell förändring)

	USA				Sverige			
	Arbetslöshet (i %)	Inflation	BNP	Industri-produktion	Arbetslöshet (i %)	Inflation	BNP	Industri-produktion
1929	3,2	0,0	–	10,2	10,2	–1,0	8,4	4,8
1930	8,7	– 2,9	– 9,0	–17,6	11,9	–3,0	3,4	3,0
1931	15,9	– 8,4	– 8,0	–17,3	16,8	–3,1	–9,5	–5,8
1932	23,6	–10,5	–14,0	–21,0	22,4	–2,1	–2,6	–7,8
1933	24,9	– 5,1	– 2,0	18,7	23,2	–1,1	1,3	1,7
1934	21,7	3,1	– 7,8	9,2	18,0	0,0	9,7	21,7

Källor: SCB, ECOWIN, Mankiw.

Depressionen spred sig till i stort sett hela världen. Det internationella finansiella systemet bröt ihop och handeln mellan länder minskade, eftersom flera länder höjde sina tullar för att utestänga inhemskt producerade varor från utländsk konkurrens. Detta ledde till en nedåtgående spiral som fick hela världsekonomin att krympa.

Även Sverige drabbades av depressionen med börsfall och företagskonkurser som följd. Inte minst Kreugerimperiets sammanbrott har uppmärksammats i litteraturen. Sverige upplevde, liksom USA, fallande BNP, deflation och mycket hög arbetslöshet. Trots detta klarade sig Sverige bättre än många andra länder och kunde snabbare ta sig ur krisen. En orsak som har lyfts fram för att förklara detta är att Sverige övergav guldmyntfoten, införde ett prisstabilitets-

Sverige upplevde, liksom USA, fallande BNP, deflation och mycket hög arbetslöshet. Trots detta klarade sig Sverige bättre än många andra länder och kunde snabbare ta sig ur krisen.

[11] Feldstein [1991].

mål och lät kronans värde bestämmas av marknaden vilket innebar att kronan deprecierades och konkurrenskraften stärktes.[12]

Sammantaget verkar börskraschen 1929 ha spelat en väsentligt mindre roll som orsak till den stora depressionen än vad man tidigare trott. Nedgången i den reala ekonomin hade börjat redan innan börsfallet. Det är möjligt att börskraschen gjorde att det redan negativa förloppet eskalerade och att hushållens och företagens förtroende fick sig en rejäl törn, men börskraschens påverkan på privat konsumtion, via minskade förmögenhetsvärden, verkar ha varit tämligen små. Dels för att aktier utgjorde en så liten del av hushållens samlade förmögenhet, dels för att den del av befolkningen som vid denna tidpunkt ägde aktier främst var hushåll med höga inkomster och stora förmögenheter med låg marginell konsumtionsbenägenhet. Investeringarna föll mycket kraftigt, men inte heller vad beträffar dessa tycks börskraschen i sig ha bidragit i någon större omfattning. Under 1920-talet hade investeringarna varit mycket höga, inte minst bygginvesteringarna. I takt med att överkapacitet uppstod minskade därför efterfrågan på investeringar.

Många ekonomer menar att det som kunde ha blivit en vanlig konjunkturnedgång i början av 1930-talet blev en världsomfattande depression på grund av stora missgrepp i den ekonomiska politiken, inte minst vad gäller penningpolitiken, och att man för länge försökte bevara guldmyntfoten.

Svarta måndagen 1987 – business as usual

Måndagen den 19 oktober 1987 föll Dow Jones index med över 20 procent på en dag. Detta var faktiskt en större nedgång sett över en dag än vad som var fallet någon gång under börskraschen 1929.

Ett mera närliggande exempel på börskrasch är den som i oktober 1987 utlöstes på New York-börsen. Måndagen den 19 oktober 1987 föll Dow Jones index med över 20 procent på en dag. Detta var faktiskt en större nedgång sett över en dag än vad som var fallet någon gång under börskraschen 1929. Det stora börsfallet spred sig snabbt till övriga börser i världen, men reaktionen varierade mellan börserna i olika länder.[13] Även om börskraschen 1929 hade spridit sig till börser i andra länder blev de finansiella spridningseffekterna av börsfallet 1987 mycket större runt om i världen p.g.a. av globaliseringen av de finansiella marknaderna. Stockholmsbörsen föll också mycket kraftigt. Sista kvarta-

[12] Se exempelvis Jonung [1992] och Bernanke [1994]. Bernanke menar att val av växelkursregim var avgörande för återhämtningen från depressionen. De länder som tidigt övergav guldmyntfoten återhämtade sig mycket snabbare än andra länder.

[13] För en diskussion om börsfallet 1987, t ex jämfört med 30-talets kris, se Kindleberger (1988).

Tabell 2. Procentuell förändring i aktieprisindex vid börskraschen 1987 i ett antal länder

	Sista kvartalet	Första kvartalet	Total nedgång
USA	–20,0	1,1	–20,0
Japan	– 8,4	4,6	– 8,4
Kanada	–23,3	4,5	–23,3
Tyskland	–22,1	–10,5	–30,2
Frankrike	–27,9	– 6,5	–32,6
Storbritannien	–22,0	– 0,9	–22,6
Italien	–16,6	– 9,7	–24,7
Spanien	–16,4	4,3	–16,4
Sverige	–23,7	11,1	–23,7

Källor: NIESR.

let 1987 hade den svenska börsen fallit med nästan 25 procent. Trots den stora nedgången i Sverige uppvisade Sverige den allra snabbaste återhämtningen.
Den snabba återhämtningen på världens aktiemarknader 1987 var kanske den största skillnaden jämfört med börsfallet 1929. Medan förloppet 1929 var mycket utdraget, över ett antal år, hade flera börser, vilket kan ses i tabellen ovan, redan börjat att återhämta sig kvartalet efter börskraschen 1987.

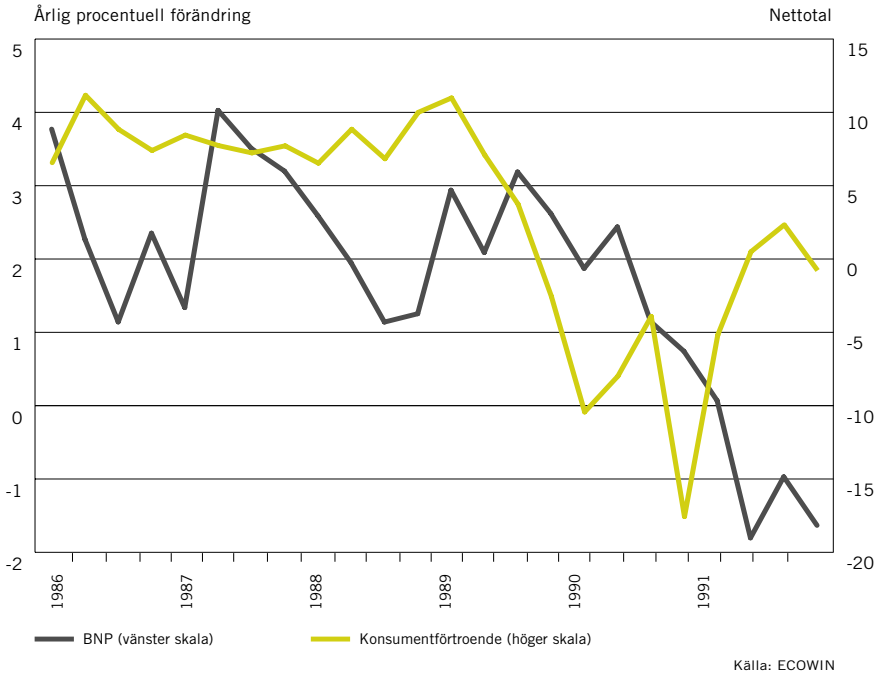
Tiden före börskraschen 1987 kännetecknades av finansiell oro och hög volatilitet på börsen i New York. Marknadsräntorna var höga och dollarn svag. Farhågor för ökad inflation hade lett till att FED hade stramat åt penningpolitiken under våren och sommaren 1987, vilket negativt påverkade aktiepriserna. Den utlösande faktorn till börsfallet tycks emellertid ha varit oväntat stora amerikanska handelsunderskott, i kombination med ett stort budgetunderskott.

Efter börsfallet ökade FED likviditeten i det finansiella systemet, vilket gjorde att de korta räntorna föll, och att man gick ut och meddelade att man skulle agera ”lender of last resort” om så krävdes. I Sverige, övriga Västeuropa och i Japan vidtogs liknande åtgärder. Till skillnad från börskraschen 1929 lättade man nu på penningpolitiken på bred front i världen. Åtgärderna motiverades med rädsla för att krisen skulle sprida sig till den reala ekonomin. Effekterna av de penningpolitiska lättnaderna var olika i olika länder. I exempelvis USA ledde den penningpolitiska lättnaden till att dollarn försvagades rejält, vilket medförde att bytesbalansunderskottet minskade. Denna anpassningsmekanism via växelkursen var något som inte stod till buds vid kraschen 1929 p.g.a. av guldmyntfoten.

Trots det stora aktieprisfallet runt om i världen 1987 förefaller varken privat konsumtion eller investeringar i något land ha påverkats i någon större omfattning. Ej heller konsumentförtroendet påverkades speciellt mycket. En bidragande orsak till att effekter-

Trots det stora aktieprisfallet runt om i världen 1987 förefaller varken privat konsumtion eller investeringar i något land ha påverkats i någon större omfattning.

Diagram 3. BNP och konsumentförtroende i Sverige



na blev så små var sannolikt att aktiekurserna efter det stora fallet trots allt var högre än vad de var knappt ett år innan. Mot bakgrund av den mycket goda utveckling som varit på aktiemarknaderna sedan 1980-talets början, inte minst i Sverige, och vetskapen om att aktiepriser inte kan stiga i all oändlighet, kan man nog beteckna korrigeringen sett i ett lite längre perspektiv som tämligen marginell. Avmattningen i tillväxt, både internationellt och i Sverige, kom i stället i början av 1990-talet, men då hade aktieprisutvecklingen stabiliserats och föreföll ligga på sin långsiktiga bana.

Ekonomin i flera länder befann sig i en stark uppgång under andra hälften av 1980-talet med stigande löner och priser, speciellt i Sverige. Det är därför möjligt att effekterna av chockerna blev mindre och återhämtningen starkare på grund av de starkt optimistiska framtidsförväntningar som då fanns. Det är emellertid svårt att dra några bestämda slutsatser av sådana tillbakablickar, eftersom det inte går att isolera effekterna av enbart aktieprischockerna.

Sammantaget var effekterna av börskraschen 1987 små på tillväxt, inflation och arbetslöshet. De lägre räntor som den penningpolitiska lättnaden innebar tycktes till viss del kompensera för aktieprisfallet. Även om vissa aktiemäklarfir-

mor gick omkull i New York 1987 var antalet konkurser lägre än 1929. De flesta bedömare menar att centralbankerna agerade riktigt som lättade på pennningpolitiken. Genom detta undvek man att en systemkris uppstod. Andra bedömare hävdar emellertid att man kanske var lite för försiktig från centralbankshåll att höja räntorna, när man väl insett att börskraschen inte skulle få så stora effekter, och att detta bidrog till en accelererande inflation i många länder de efterföljande åren.[14]

Simulering av ett börsfall idag

De senaste åren har aktiepriserna ökat mycket kraftigt i Sverige. Under 1996 var utvecklingen på Stockholmsbörsen en av de bästa i hela världen. Aktiepriserna ökade i snitt med nästan 40 procent och under 1997 ökade de med 25 procent, trots nedgången i oktober orsakad av asienkrisen. Även i år har utvecklingen varit mycket stark. Börsen har ökat med omkring 20 procent, vilket är mycket i ett historiskt perspektiv.

Intressant att notera är att det finns vissa paralleller mellan situationen idag på aktiemarknadnerna och den i slutet på 1920-talet. Aktiemarknaderna i dag, främst New York börsen men till viss del även Stockholmsbörsen, tycks i stor omfattning drivas av en tro på teknologiska framsteg liknande den på 1920-talet. Exempelvis har aktiepriserna i företag inom IT-området ökat mycket kraftigt de senaste åren.[15] Ett ökat sparande, till följd av bl.a. befolkningens åldrande, nya finansiella instrument, minskade transaktionskostnader för småsparare (exempelvis möjligheten att köpa aktier via internet) är andra faktorer som troligen bidragit till uppgången. Nya spar- och investeringsformer var även en bidragande orsak till boomen på aktiemarknaden under 1920-talet.

Intressant att notera är att det finns vissa paralleller mellan situationen idag på aktiemarknadnerna och den i slutet på 1920-talet.

Den höga värderingen av Stockholmsbörsen idag skulle kunna vara motiverad om avkastningskravet har fallit av mer fundamentala skäl (såsom att inflationen har minskat) eller om det visar sig att företagen lever upp till sina högt ställda vinstförväntningar. Om detta inte är fallet kommer vi sannolikt att se en korrigering från dagens nivåer.

Vad skulle hända med den reala ekonomin om vi fick en korrigering på världens aktiebörser av samma dimension som under slutet av 1987? Att ge ett uttömmande svar på denna fråga är naturligtvis omöjligt. Det beror dels på hur börskra-

[14] Kenndey, et al [1998]

[15] Det finns exempel på noterade IT-företag i USA för vilka aktiekurserna mångdubblats innan företagen visat någon vinst alls.

Vad skulle hända med den reala ekonomin om vi fick en korrigering på världens aktiebörser av samma dimension som under slutet av 1987?

schen skulle komma, dvs om det skulle vara ett isolerat börsfall i Sverige eller en global börskrasch som 1929 och 1987, dels på hur aktörerna skulle reagera. Hur skulle exempelvis de utländska investerarna, som innehar drygt en tredjedel av aktierna på Stockholmsbörsen, reagera?

En viss vägledning när det gäller effekter av ett börsfall kan man få genom studium av tidigare händelser. Som vi har sett tycks centralbanker och regeringar har dragit vissa lärdomar av börskraschen 1929 som gjorde att man lyckades bättre i hanteringen av börskraschen 1987.

Ett alternativt angreppssätt att få en uppfattning om vad ett börsfall skulle innebära är att simulera ett börsfall. På Riksbanken har en simulering av en börskrasch gjorts i den ekonometriska modellen för världsekonomin NiGEM.[16] Resultatet av simuleringen pekar på att ett börsfall av samma storleksordning som 1987 leder till något lägre BNP. I Sverige blir BNP som mest knappt en halv procentenhet lägre (se diagram 4). Avmattningen leder till att långräntorna går ned och inflationstakten minskar, vilket positivt påverkar investeringarna och till viss del kompenserar för börsfallet. Räntefallet påverkar också växelkursen. I vissa länder, såsom USA, deprecierar växelkursen till följd av räntefallet vilket förbättrar bytesbalansen.[17]

Resultaten tyder på att ju större börskraschen i ett land varit desto större blir effekten på den reala ekonomin. Vidare blir effekterna i simuleringen större i länder där hushållen har en stor andel av sin förmögenhet i aktier, såsom i USA eller Sverige, än i länder där aktiemarknaden har en mindre framträdande roll, som exempelvis Tyskland eller Japan. Andra simuleringar, som exempelvis OECD:s simulering i INTERLINK-modellen, i vilken ett börsfall av motsvarande storlek i G7-länderna görs, pekar på effekter av ungefär samma storleksordning på tillväxt och inflation.[18]

Mot bakgrund av resultaten i dessa simuleringar, och erfarenheterna av börsfallet 1987, finns det anledning att tro att ett internationellt börsfall, som även in-

[16] NiGEM (National Institute Global Econometric Model) se NiGEM Manual [1997] el Assarsson [1996] för en beskrivning av modellen. Simuleringen har lagts upp så att börskurserna har sänkts i ett antal västländer under ett kvartal 1998 i samma omfattning som under börskraschen 1987. När aktiepriserna faller påverkar detta vissa variabler, som t.ex. den privata finansiella förmögenheten, som påverkar konsumtionen och BNP som gör att penning- och finanspolitiken i modellen ändras.

[17] Resultaten av simuleringen ska inte övertolkas. Istället ska de ses om en indikation på vad som kan hända vid ett börsfall. En modell är alltid en grov förenkling av verkligheten och det finns mekanismer som inte fångas upp av modellen. Exempelvis bygger modellen på att hushållen agerar rationellt och att den ekonomiska politiken utformas på ett konsistent sätt. Historien ger emellertid vid handen att dessa antaganden inte alltid håller.

[18] Kennedy, et al [1998].

nefattar ett börsfall i Sverige, inte skulle komma att få mer än tämligen marginella effekter på den reala ekonomin.

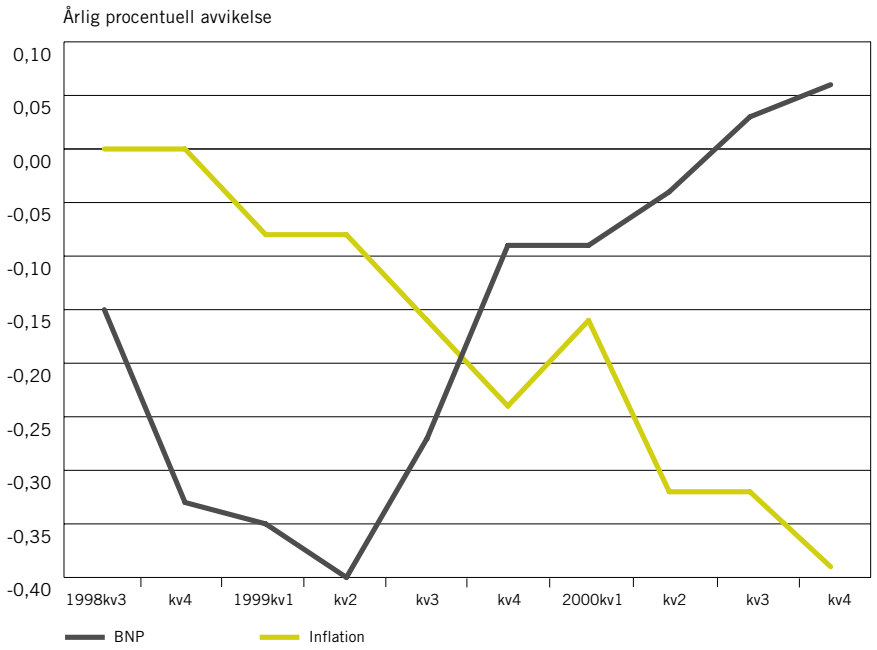
De offentliga finanserna är på väg mot överskott, de samlade affärerna med omvärlden visar sedan flera år överskott. Både hushåll och företag har låga skuldsättningsgrader. Det mesta tyder på fortsatt relativt goda vinster i den privata sektorn. Förtroendet för den ekonomiska politikens vilja och förmåga att uthålligt sträva mot låg inflation i linje med prisstabilitetsmålet har också ökat. Detta är inte oviktigt eftersom det tycks vara mycket viktigt hur den makroekonomiska utvecklingen är när ett börsfall infaller. Det som emellertid avgör om en kraftig börsnedgång riskerar att få allvarliga konsekvenser för den reala ekonomin är hur det finansiella systemet påverkas.

Underliggande fundamenta får betraktas som goda i Sverige för närvarande

Bankernas kreditgivning påverkar tillgångspriser

En snabb ökningar i bankutlåning på grund av konkurrens om marknadsandelar i banksektorn, ökande inflation, regeländringar som förändrar affärsklimatet eller resultatet av en god makroekonomisk utveckling kan leda till en ökning i tillgångspriser. Den uppgång som sker av priserna kan vara uttryck för förväntade

Diagram 4. Förändring av tillväxt- och inflationstakt i Sverige till följd av börsfall



kortsiktiga avkastningsmöjligheter utan att kursnivåerna på lite längre sikt bedöms vara uthålliga.[19] Detta gäller kanske främst fastighetspriser men kan även gälla börskurser. Investerarna kan göra bedömningen att tillgångsprisökningarna kommer att fortsätta och är därför villiga att gå in på en redan högt värderad marknad. Resultatet blir då ännu högre priser. Ökade tillgångsvärden ökar individernas förmögenhet vilket möjliggör mer upplåning. När förväntningsbilden ändras och priserna börjar falla till nivåer som är mera förenliga med tillgångens långsiktiga avkastning kan banker erfara kreditförluster från individer med hög skuldbörda och säkerheter som fallit i värde.

Tillgångsprisbubblor som har drivits av bankutlåning uppkommer främst när centralbanken fört en för lätt penningpolitik som lett till ökad efterfrågan och sedan måste strama åt för att motverka inflationstendenser.

Tillgångsprisbubblor som har drivits av bankutlåning uppkommer främst när centralbanken fört en för lätt penningpolitik som lett till ökad efterfrågan och sedan måste strama åt för att motverka inflationstendenser. Dessa kan få mycket allvarliga konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen. När priserna återigen faller till en rimlig nivå kan detta innebära att bankerna får vidkännas stora kreditförluster om låntagarnas betalningsförmåga är svag. Detta kan leda till att bankerna begränsar utlåningen vilket riskerar att pressa ner tillgångspriserna ytterligare och kan påverka den ekonomiska tillväxten. I värsta fall skulle ett stort fall i tillgångspriser kunna leda till bankfallissemang med åtföljande kraftig kreditåtstramning och fallande tillväxt. Genom att föra en konsekvent penningpolitik inriktad mot prisstabilitet gör en centralbank sin största insats för att motverka sådana bubblor.

Så påverkar ett börsfall penningpolitiken

Ett kraftigt fall i tillgångspriser får olika effekt på den reala ekonomin beroende på:

- vilken eller vilka tillgångar som faller i värde,
- hur långvarigt prisfallet blir,
- hur långvarig nedgången förväntas vara,
- hur stor belåningsgraden i ekonomin är,
- vilka hushåll som äger tillgångarna och dessa hushålls marginella konsumtionsbenägenhet.

Eftersom flera av dessa faktorer är okända och kraftiga prisfall på tillgångar är sällsynta kommer den ekonomiska situationen under och efter ett stort prisfall

[19] Allen et al [1997] se även Bäckström [1993].

kännetecknas av en stor osäkerhet. De ekonomiska samband som gäller i en normal ekonomisk situation gäller inte säkert under en period som av alla aktörer upplevs som osäker.

De inflationsprognoser som ligger till grund för Riksbankens penningpolitik blir därmed mer osäkra. Likaså förändras det sätt som hushåll och företag påverkas av en förändring av räntan vid en osäker situation. En stor värdesänkning på fastigheter och aktier som kraftigt minskar hushållens förmögenhet leder till en önskan hos hushållen att snarast möjligt återställa balansen mellan skulder och tillgångar, soliditeten. Om hushållen anser sig ha alltför låg soliditet kommer sparandet att vara mindre räntekänsligt än i normala fall.

För Riksbankens vidkommande innebär det att den realekonomiska verkan av en given förändring av reporäntan i ett dylikt läge är mer osäker. Till osäkerheten i inflationsprognoserna ska alltså läggas en osäkerhet i hur en ränteförändring som i normala fall är tillräcklig för att uppnå önskat resultat, i ett dylikt läge kan vara otillräcklig eller för stor. Penningpolitiken kan ändå bedrivas på samma sätt under och efter ett kraftigt prisfall som i andra situationer. Den stora skillnaden blir att osäkerheten i ekonomin kommer att innebära att inflationsutfallet kan bli mer osäkert.

Varaktigheten och även den förväntade varaktigheten i perioden under och efter prisfallet spelar en stor roll för hur hårt den reala ekonomin drabbas av prisfallet. En viktig roll för den ekonomiska politiken, både finanspolitiken och penningpolitiken, är därför att försöka påverka förväntningarna och varaktigheten i krisen.

En viktig roll för den ekonomiska politiken, både finanspolitiken och penningpolitiken, är därför att försöka påverka förväntningarna och varaktigheten i krisen.

Aktiemarknaden och det finansiella systemet

Att verka för stabilitet i betalningssystemet är en av Riksbankens två huvuduppgifter. Som del av arbetet för att genomföra denna uppgift måste Riksbankens analys fokusera på de finansiella företag som är viktiga för det finansiella systemet, främst de större bankerna. Analysarbetet syftar bland annat till att bedöma effekterna av olika störningar på finansiella marknader, exempelvis en börskrasch, på bankerna.

Effekter på bankerna av ett börsfall

Bankerna påverkas både direkt och indirekt av förändringar i aktiepriser.

- Den direkta påverkan sker genom att förändringar i tillgångspriser förändrar värdet av bankernas egen portfölj eller värdet av tillgångar som har använts som säkerhet för banklån.

- Den indirekta påverkan på bankerna uppkommer genom att allmänhetens förmögenhetsställning påverkas av tillgångspriserna och därmed påverkas både deras förmåga att återbetala existerande lån och deras efterfrågan på nya lån. De krympande volymer som uppstår när efterfrågan sviker kan även leda till att marginalerna pressas vilket är negativt för bankernas löpande resultat.

Ett fall i tillgångspriser, främst fastigheter men även aktier, tenderar således att öka bankernas risktagande eftersom dessa tillgångar ofta är ställda som säkerhet för bankernas utlåning. Naturligtvis blir säkerhetens värde intressant först när låntagaren inte kan betala. Om en konjunkturnedgång eller negativ makro-ekonomisk chock leder till att säkerhetens värde minskar samtidigt som låntagarens betalningsförmåga försämras ökar bankens kreditrisk. Vid en analys av bankernas exponeringar är det därför viktigt att noga följa utvecklingen av tillgångspriser såsom fastigheter och aktier. För Riksbanken, med övergripande ansvar för betalningssystemets stabilitet, blir utvecklingen på börsen ett viktigt område att följa.[20]

För Riksbanken, med övergripande ansvar för betalningssystemets stabilitet, blir utvecklingen på börsen ett viktigt område att följa.

För att bedöma hur ett börsfall påverkar en bank eller banksektorn totalt sett, är det viktigt att kvantifiera både de direkta och de indirekta effekterna. De direkta effekterna av en aktieprisnedgång tenderar att vara små, även om börsnedgången består under lång tid. Detta beror på att svenska banker normalt inte håller stora aktiepositioner och ett fall i aktiekurser bör inte bör leda till solvensproblem. (Bankerna ägde aktier i andra än koncernföretag för 14,5 miljarder kronor vilket motsvarar 0,7% av banktillgångarna per december 1997). Även de svenska värdepappersbolagens innehav av aktier är relativt begränsade. Dessutom brukar banker och finansinstitut kraftigt minska sin aktiehandel för egen räkning när priserna är instabila.

Aktier används inte i någon större utsträckning som säkerhet för utlåning. Totalt hade svenska banker lån på 21 miljarder kronor med aktier som säkerhet i december 1997. Denna siffra inkluderar såväl svenska som utländska aktier. Detta kan jämföras med bankernas exponering mot fastighetsmarknaden. Vid samma period hade bankerna lån på 223 miljarder kronor med fastigheter som säkerhet. Bankerna hade även en viss exponering mot aktiepriser i sin derivatportfölj men återigen har banker inga stora belopp i derivat med aktier som underliggande värdepapper.

[20] En diskussion av säkerheter i bankernas utlåning finns i Riksbankens Finansmarknadsrapport Nr 2, 1998.

Indirekt kan en långvarig nedgång i börsvärdet få långsiktiga konsekvenser för det svenska finansiella systemet. Minskande förmögenhetsnivåer för individer och värdeminskning i företagen kan leda till ökade kreditförluster. En börsnedgång kan vara början till en konjunkturnedgång som också innebär ökade kreditförluster. Med andra ord: börsfallen påverkar banksektorn genom sin påverkan på den reala ekonomin på det sätt som har beskrivits ovan.

Hur bör riksbanken agera vid ett kraftigt börsfall?

Riksbanken har till uppgift att värna penningvärdet samt att verka för ett stabilt finansiellt system.[21] Med uppgiften följer att Riksbanken tillhandahåller det centrala betalningssystemet i Sverige genom vilket i stort sett alla betalningar passerar. Omsättningen i det s.k. RIX-systemet ligger på omkring 300 miljarder kronor per dag. Störningar i detta betalningssystem kan få allvarliga konsekvenser för samhällsekonomin i stort och för det finansiella systemet i synnerhet.

I samband med ett kraftigt tillgångsprisfall, såsom en börskrasch, kan även likviditetsbrist uppstå för finansiella institut. Detta skulle innebära att en del av finansmarknadens transaktioner inte kan genomföras eftersom en eller flera finansiella intermediärer saknar likviditet. Detta i sin tur kan orsaka problem för betalningssystemet. Under sådana omständigheter kan Riksbanken komma att ge de berörda instituten lån på särskilda villkor, dvs. lån utan fullgod säkerhet, ett agerande som ofta kallas ”lender of last resort”.

Rollen som lender of last resort hör till en centralbanks traditionella roll på finansiella marknader. Lender of last resort innebär att centralbanken stöder ett enskilt institut som inte kan fullgöra sina plikter. En sådan åtgärd kommer endast på tal när problem i ett institut hotar betalningssystemsfunktionen och därigenom hela den finansiella sektorn. Med andra ord när ett instituts problem sannolikt kommer att leda till en systemkris. Att låna ut till institut utan fullgoda säkerheter är en åtgärd som centralbanker åtar sig mycket sällan och med stor försiktighet eftersom vetskapen om att centralbanken bistår med likviditet kan försvaga bankernas egna försiktighetsåtgärder. Riksbanken ges möjlighet att agera som lender of last resort i 18§ andra stycket lagen om Sveriges riksbank (1988.1385). Denna möjlighet utnyttjades för första gången under hösten 1992. Då hade marginalräntan drivits upp i samband med valutaoron som var utbredd i EU-länderna genom att EMS-systemet var satt under press.

Riksbanken intensifierar rutinmässigt bevakningen av börsen och bankernas

[21] En beskrivning av Riksbankens roll i det finansiella systemet finns i Riksbankens Finansmarknadsrapport Nr. 1 1997.

Riksbanken intensifierar rutinmässigt bevakningen av börsen och bankernas exponeringar mot aktier och deras likviditet om det sker ett börsfall av den typ vi såg i oktober 1997.

exponeringar mot aktier och deras likviditet om det sker ett börsfall av den typ vi såg i slutet av oktober 1997. Bevakningen av finansiella företag skärps vid sådana störningar. Riksbanken gör en bedömning av vilka effekter som utvecklingen kan få på soliditeten respektive likviditeten i företagen. De mest akuta problemen för Riksbanken uppstår om bankerna får problem med likviditeten. Sådana problem riskerar i första hand att uppstå om interbankmarknadens funktion som fördelare av den totala likviditeten försämras. Det kan exempelvis ske om en bank får svårt att låna på interbankmarknaden till följd av att andra banker upplever dess ställning som osäker.

God soliditet och likviditet, små exponeringar mot aktiemarknaden samt låg belåningsgrad ger det finansiella systemet god motståndskraft mot negativa effekter av ett börsfall.

Förloppet under oktober 1997, när Stockholmsbörsen föll mycket kraftigt efter stora fall på Hong Kong börsen, bekräftade Riksbankens bedömning att marknadsförhållandena för närvarande är så gynnsamma att hela betalningssystemet inklusive banksystemet ska kunna hantera en kraftig börsnedgång. Till skillnad mot börsnedgången 1987 är belåningsgraden låg. Knappt 1 procent av börsvärdet är belånat. Även värdepappersbolagen har mindre utlåning med aktier som säkerhet. Den lägre belåningsgraden gör att sårbarheten blir mindre vid stora kursjusteringar. Bankernas och värdepappersbolagens likviditet är mycket väl tilltagen. God soliditet och likviditet, små exponeringar mot aktiemarknaden samt låg belåningsgrad ger det finansiella systemet god motståndskraft mot negativa effekter av ett börsfall.

Sammanfattning

Denna artikel behandlar Riksbankens relation till aktiemarknaden. Bör Riksbanken bry sig om aktiepriser? Svaret på denna fråga är entydigt ja. Ur Riksbankens synvinkel finns det två huvudaspekter på en börskrasch; dess påverkan på penningpolitiken och dess påverkan på den finansiella stabiliteten.

En börskrasch kan å ena sidan vara någonting mycket dramatiskt, som börskraschen 1929, vilken blev inledningen till en världsdepression med fallande BNP, deflation och skyhög arbetslöshet under en lång period. Å andra sidan har vi sett att en börskrasch också kan vara något som knappast lämnar

några spår efter sig alls, som fallet var vid börskraschen 1987, trots att en fjärdedel av aktiemarknadens värde raderades bort på bara några veckor. Vad som är avgörande för hur effekterna av ett börsfall blir är hur den ekonomiska politiken, främst pennningpolitiken, utformas och hur den allmänna ekonomiska utvecklingen är.

Med en väl avvägd penningpolitik och beredskap att hantera störningar på de finansiella marknaderna tycks en centralbank i hög utsträckning kunna ackommodera stora delar av de negativa effekter ett börsfall utlöser. Det finansiella systemet i Sverige visade vid börskraschen 1987 att det kunde hantera börsfallet och det förefaller som det finansiella systemet motståndskraft och uthållighet för sådana chocker har ökat sedan dess.

Frågan hur penningpolitiken bör hantera och reagera på förändringar i aktiepriser är emellertid mer komplicerad. Möjligen har man, vad avser penningpolitikens utformning, lärt sig av börskraschen 1987 att den penningpolitiska lättnad som bör komma på en börskrasch inte bör få verka för länge då detta riskerar att få inflationen att accelerera. Varje börskrasch är emellertid unik och det är svårt att på förhand veta konsekvenserna av börsfallet på ekonomin och vilka de rätta åtgärderna är.

Det är av stor vikt att centralbanken följer utvecklingen på aktiemarknaden eftersom där finns information som är viktig för den ekonomiska utvecklingen. Exempelvis kan aktiemarknaden vara en god indikator på hur den ekonomiska aktiviteten kommer att utvecklas. Att gå så långt som att med penningpolitik direkt försöka påverka utvecklingen på aktiemarknaden verkar emellertid inte vara önskvärt. Ofta ser man inte ”finansiella bubblor” förrän i efterhand och det kan därför vara riskabelt för en centralbank att agera preventivt. Riksbanken följer emellertid utvecklingen i tillgångspriserna både för att göra en allmän bedömning av inflationstrycket och för att utvärdera om det finns risker för den finansiella stabiliteten.

En möjlighet som finns är att Riksbanken bidrar till en breddad diskussion om aktiepriser genom att lyfta fram de risker som följer av en värdering på aktiemarknaden som förutsätter en mycket gynnsam ekonomisk utveckling framöver, om inte annat som konsumentupplysning för småsparare.

Referenser

Allen, Franklin and Douglas Gale, (1997) ”Bubbles and Crises”, Wharton Financial Institutions Center Working Paper 98-01, november 1997.

Assarsson, B., (1996), *Sverige i och utanför EMU – analys av chocker i en ekonometrisk modell för världsekonomin*, Bilaga 6 till EMU-utredningen.

Berg, C., och Galvenius, M., (1994) ”Tillgångsprisernas roll i ekonomin” *Penning- & Valutapolitik*, 1994:1.

Berg, L., och Bergström, R., (1993) ”Consumption, Income, Wealth and Household Debt – An Econometric Analysis of the Swedish Experience 1970–92”.

Bernanke, S., B., (1994) ”The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach”, *NBER, Working Paper*, No. 4814.

Bäckström, U., (1993) ”Tillgångspriser och stabiliseringspolitik”, Ekonomisk Debatt, nr 5.

Dornbusch, R., och Fischer, S., (1994), *Macroeconomics*, McGraw-Hill, New York.

Feldstein, M., (1991) ”*The Risk of Economic Crisis*”, TheUniversity of Chicago Press, Chicago.

Galbraith, K., J., *The Great Crash 1929*, (1954), The Riverside Press, Cambridge.

Jonung, L., (1992) ”Swedish Price-Stabilization Policy, 1931–1939 – The Riksbank and Knut Wicksell´s Norm” in *Monetary Policy With a Flexible Exchange Rate*, Sverige Riksbank, Stockholm.

Kennedy M., et al, (1998) ”Asset Prices and Monetary Policy”, *OECD, Working Paper*, No.188.

Kindleberger, P., C., (1988) ”The Financial Crisis of the 1930s and the 1980s: Similarities and differences”, *Kyklos*, 41:2.

Mankiw, M., G., (1994), *Macroeconomics*, Worth Publishers, New York.

NiGEM, (1998), *The World Model Manual*, National Institute for Economic and Social Research, January 1998.

Poterba, M., J., och Samwick, A., A., (1995) ”Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption”, *Brookings Paper on Economic Activity*, 2.

Sellin, P., (1998) ”Asset Prices and Monetary Policy in Sweden,” in *BIS Conference Papers vol. 5 – The Role of Asset Prices in the Formulation of Monetary Policy*, Bank for International Settlements, Basle.

Sveriges riksbank, (1998) *Finansmarknadsrapport I*, Stockholm, maj 1998.

Temin, P., *Lessons from the Great Depression, (1991)*, The MIT Press, Cambridge.

Tobin, J., (1969), ”A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Monetary Credit and Banking*, februari 1969.