

Formuespriser og konjunkturer – internasjonale erfaringer

Nina Langbraaten, rådgiver i Økonomisk avdeling, og Heidi Lohrmann, rådgiver i Internasjonal avdeling¹

«The stock market has predicted nine out of the last five recessions.»

(Paul Samuelson, 1960)²

Betydningen formuespriser har for konjunkturutviklingen er sammensatt, og det er vanskelig å skille årsak fra virkning. Utviklingen i formuespriser påvirker den økonomiske aktiviteten gjennom konsum, investeringer og lånemuligheter. I tillegg til de effekter endringer i formuen har på økonomiske beslutninger, vil endringer i formuespriser også påvirke aktørenes tillit til den økonomiske utviklingen. Gjennom slike mekanismer vil formuespriser være ledende indikatorer for den økonomiske utviklingen. Innvirkningen formuespriser har på konjunkturutviklingen varierer sterkt mellom land. Strukturelle forskjeller mellom land gjør det vanskelig å finne sammenhenger som har almen gyldighet. Artikkelen ser nærmere på utviklingen i USA, Japan og Kontinental-Europa. For USA ser det særlig ut til at aksjekurser har hatt betydning for den realøkonomiske utviklingen gjennom virkninger på privat konsum. I Japan er det utstrakt bruk av fast eiendom som sikkerhet for lån. Det kraftige fallet i eiendomsprisene på begynnelsen av 1990-tallet bidro til landets nedgangskonjunktur gjennom virkninger på kredittmarkedene. For landene i Kontinental-Europa ser det i mindre grad ut til at formuespriser har hatt betydning for den realøkonomiske utviklingen.

Innledning

I de seneste årene har det vært økt oppmerksomhet omkring betydningen endringer i formuespriser har for den realøkonomiske utviklingen. Ideen om at formuespriser kan påvirke den makroøkonomiske utviklingen er imidlertid ikke ny, men strekker seg minst tilbake til Veblen (1904) og Fisher (1933).

Aksjer og eiendom er formuesobjekter som varierer betydelig i pris. I tillegg utgjør de en vesentlig del av privat sektors formue. Vi har derfor valgt å konsentrere oss spesielt om betydningen av endringer i aksje- og eiendomspriser i denne artikkelen.

Mange av de faktorer som påvirker den realøkonomiske utviklingen, vil også ha betydning for formuesprisene. Det er derfor vanskelig å skille årsak fra virkning. Renten påvirker både formuespriser, konsum og investeringer. Samtidig vil den realøkonomiske utviklingen virke inn på formuesprisene. Aksjekurser inneholder informasjon om fremtidig forventet inntjening i bedrifter, og dermed veksten i økonomien. Boligprisutviklingen kan gi en indikasjon på ressurstilgangen i økonomien i tillegg til å avspeile tilbuds- og etterspørselsforhold i boligmarkedet. Når det er lite ledig kapasitet i økonomien, vil dette påvirke kostnadene knyttet til boligbygging.

I denne artikkelen ser vi først på om formuespriser inneholder informasjon om fremtidig økonomisk utvikling. Deretter ser vi på noen sammenhenger mellom formuespriser og konjunkturutviklingen. Til slutt gir vi en kort oppsummering av hvordan svingninger i formuespriser kan ha påvirket den økonomiske utviklingen i noen utvalgte land.

Store strukturelle forskjeller mellom land gjør at det ikke er mulig å finne sammenhenger som har lik gyldighet i alle land. I USA har veksten i aksjekurser vist en sammenheng med økt privat konsum. Japans økonomi har i sterk grad vært påvirket av utviklingen i eiendomspriser og problemer knyttet til kredittmarkedene. For Kontinental-Europa er det derimot vanskelig å finne klare sammenhenger mellom utviklingen i formuespriser og realøkonomien.

Verdien av børsnoterte aksjer som andel av BNP har økt kraftig i flere land, jf. tabell 1. I USA har børsverdien av aksjer økt fra 58 prosent av BNP i 1990 til 181 prosent i 1999. I Frankrike har økningen vært like kraftig som i USA. Et unntak er Japan, der verdien av aksjemarkedet utgjorde en langt høyere andel av BNP i 1990 enn i 1999.

Tabell 1: Børsnoterte aksjer i prosent av BNP

	1985	1990	1995	1998	1999
Tyskland	21	24	22	48	68
Frankrike	12	29	32	65	105
Italia	10	15	18	46	62
USA	52	58	82	123	181
Japan	58	125	72	57	102
Storbritannia	62	86	119	169	206
Sveits	68	73	117	150	262
Kanada	41	47	61	94	124

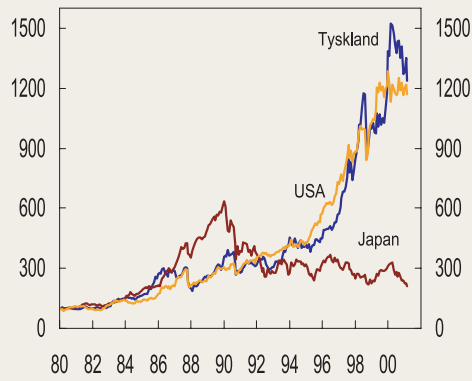
Kilde: BIS (2000), Mylonas et al. (2000)

¹ Takk til kolleger i Norges Bank for nyttige kommentarer. Artikkelen er basert på data fram til utgangen av februar.

² Sitat hentet fra Mauro (2000)

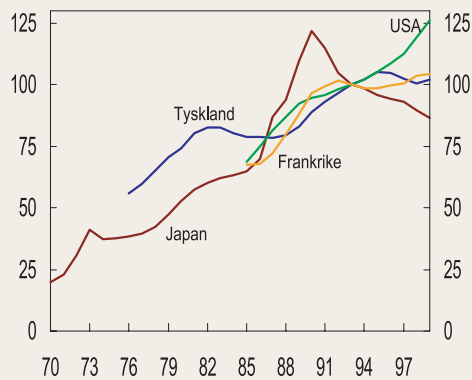
I tillegg til at verdiøkningen av aksjer avspeiler økte aksjekurser, viser den økte andelen av BNP også strukturelle endringer ved at en større del av bedriftene er børsnoterte selskaper i dag enn for 15 år siden. Aksjekurser har derfor trolig større betydning for den økonomiske utviklingen enn tidligere.

Figur 1a Aksjekursindekser. 1980=100



Kilde: EcoWin

Figur 1b Boligpriser. Indeks. 1993=100



Kilde: Bank for International Settlements

takene, og formuesprisene blir sånn sett en indikasjon på fremtidig økonomisk vekst. Samtidig vil høye formuespriser kunne øke husholdnings- og foretakssektorens tillit til den økonomiske utviklingen, noe som igjen leder til høyere forbruk og investeringer.

Basert på resultater fra ulike studier ser det ut til å være empirisk belegg for at formuespriser inneholder informasjon om fremtidig økonomisk aktivitet (IMF 2000), jf. tabell 2. Ikke uventet finner IMF at aksjekursene er en ledende indikator for BNP-veksten i USA og Storbritannia. I begge disse landene utgjør aksjeverdier en stor andel av BNP (jf. tabell 1). Eiendomspriser synes derimot ikke å være en ledende indikator for BNP-veksten, men i større utstrekning for produksjonsgapet. Dette har sammenheng med at utviklingen i eiendomsmarkedet – i tillegg til en rekke andre faktorer – avspeiler hvor mye ledig kapasitet det er i økonomien. I en periode med økende knapphet på innsatsfaktorer vil dette reflekteres i prisene både på nye bygninger og i prisene på allerede eksisterende bygningsmasse.

Tabell 2. Formuespriser som ledende indikator for BNP og produksjonsgap i ulike land. * indikerer signifikant sammenheng¹

	Aksjekurs		Eiendomspriser	
	BNP-vekst	Produksjonsgap	BNP-vekst	Produksjonsgap
Kanada				*
Danmark				*
Finland	*			*
Frankrike				*
Irland	*	*		*
Italia				*
Japan	*		*	*
Nederland				*
Norge				
Sverige				
Spania	*			*
Storbritannia	*			*
USA	*			*

¹ De estimerte ligningene er: 1) BNP-vekst = konstant + α -lagget vekst i realformuesprisene 2) Produksjonsgap = konstant + β -lagget vekst i realformuesprisene. α - og β -koeffisientene i disse ligningene er signifikant for de landene som er markert med * i tabellen. Ligningene er estimert på data fra perioden 1970–99.

Kilde: IMF (2000)

Formuespriser som ledende indikatorer

Forholdet mellom prisendringer i formuesobjekter og økonomisk aktivitet er sammensatt og empirisk vanskelig å identifisere. Sammenhengen kan blant annet forklare med at formuespriser inneholder informasjon om fremtidig økonomisk vekst. Dagens aksjekurser representerer den neddiskonterte verdien av forventet avkastning i fore-

Fra formuespriser til økonomisk aktivitet

I tillegg til å fungere som en ledende indikator for fremtidig økonomisk aktivitet påvirker også formuespriser den økonomiske aktiviteten gjennom formueseffekter og endringer i kapitalkostnader. Virkningen av formuespriser på realøkonomien kan deles inn i tre kanaler: konsumkanalen, investeringskanalen og kredittkanalen.

Nedenfor gjennomgår vi noen teorier for hvordan utviklingen i formuespriser kan påvirke den økonomiske aktiviteten direkte og indirekte gjennom disse kanalene.

Konsumkanalen

Formuesprisene antas å påvirke privat konsum på flere ulike måter. Som allerede nevnt vil privat konsum være en funksjon av husholdningenes formue. Dette er formalisert i de såkalte livsløps- og permanentinntektsmodellene. Siden aksjer og bolig er en viktig del av formuen, vil endringer i prisene på disse formuesobjektene påvirke konsumet. Denne effekten er sterkest i land hvor husholdningene eier mye aksjer og en stor andel av husholdningene eier egen bolig.

For det andre vil konsumet i en gitt periode være en funksjon av folks forventninger om lønnsinntekten. I den grad formuesprisene påvirker slike forventninger ved å signalisere raskere eller svakere vekst i fremtidig realinntekt, vil de kunne påvirke dagens konsum. Gjennom slike mekanismer vil formuesprisene kunne være en ledende indikator for fremtidig konsum.

I livssyklusmodellene antas perfekte kapitalmarkeder, noe som gjør husholdningene i stand til å foreta en optimal fordeling av konsumet over tid i henhold til nettoformue og permanent inntekt³. I praksis vil imidlertid imperfeksjoner i kredittmarkedene kunne bidra til at det for husholdningene ikke er mulig å låne kun basert på fremtidige inntektsutsikter. Dagens konsum begrenses dermed av disponibel inntekt i dag og tilgjengeligheten på ekstern finansiering. Bankenes priser på kreditt avhenger vanligvis av husholdningenes inntekt og nettoformuens verdi i dag. Markedsverdien av formuen påvirker husholdningenes lånemulighet og dermed muligheten til å fordele konsumet over tid (se avsnitt om kredittkanalen). Et fall i formuesprisene, selv om dette antas å være midlertidig, vil derfor kunne redusere konsumet i dag. Men responsen på permanente og midlertidige sjokk kan være forskjellige. Samtidig vil en formuesøkning lette tilgangen til kreditt og gjøre det mulig med et høyere konsum.

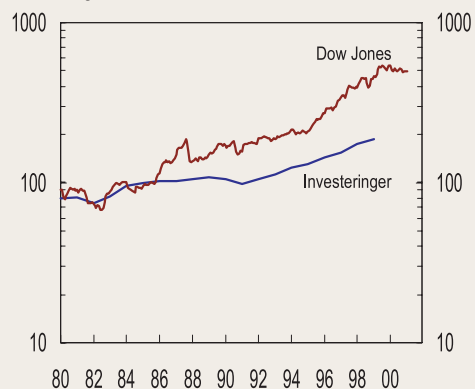
Investeringskanalen

I tillegg til den direkte betydningen investeringer har for BNP-veksten, vil investeringene også ha betydning for det fremtidige vekstpotensialet i økonomien.

På figurene 2a–2c ser det ut til å være en positiv sammenheng mellom utviklingen i aksjekurser og investeringer for USA og Japan, men ikke for Tyskland.

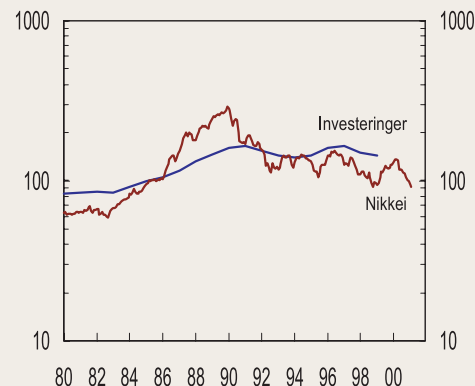
Sammenhengen mellom investeringer og utviklingen i aksjemarkedet er formalisert blant annet ved Tobins q. Nobelprisvinneren James Tobin antok at bedriftene baserte sine investeringsbeslutninger på forholdet mellom markedsverdien av allerede implementert kapital og kostnadene ved å anskaffe ny kapital. Dette forholdet

Figur 2a Realaksjekurs og private investeringer, USA. Logaritmisk skala. Indekser. 1985=100



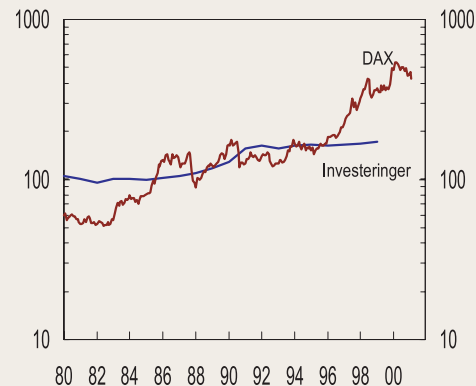
Kilde: Norges Bank og OECD

Figur 2b Realaksjekurs og private investeringer, Japan. Logaritmisk skala. Indekser. 1985=100



Kilde: Norges Bank og OECD

Figur 2c Realaksjekurs og private investeringer, Tyskland. Logaritmisk skala. Indekser. 1985=100



Kilde: Norges Bank og OECD

³ Det er forventet at husholdningen vil fordele forbruket over livsløpet ved å låne i ung alder, spare midtveis i livet og tære på sparingen mot slutten av livssyklusen.

omtales som Tobins q . Telleren i Tobins q er verdien av kapitalen gitt ved foretakets aksjeverdi. Nevneren er prisen på den samme kapitalen hvis den skulle anskaffes i dag. Tobin argumenterte med at nettoinvesteringene ville avhenge av om q er større eller mindre enn én. Hvis q er større enn én, da verdsetter aksjemarkedet allerede implementert kapital mer enn kostnadene ved å anskaffe ny kapital. Ledelsen kan dermed øke verdien av bedriften ved å investere i mer kapital. Omvendt, hvis q er mindre enn én, det vil si at aksjemarkedet verdsetter kapitalen til mindre enn nypris, vil ikke ledelsen erstatte kapitalen etter hvert som den slites ut.

I et marked uten imperfeksjoner og med full informasjon vil aksjekurser representere den neddiskonterte nåverdien av alt fremtidig overskudd i bedriftene. Utviklingen i aksjekursene gir ledelsen i bedriftene informasjon om markedets forventninger om den fremtidige økonomiske utviklingen. Dette benyttes igjen som grunnlag for investeringsbeslutninger og kan derfor få et innslag av å fungere som selvoppfyllende profeti. Hvorvidt aksjekursutviklingen skyldes fundamentale forhold eller om de mer uttrykker stemninger i markedet, er ofte vanskelig å si. Endringer i aksjekurser som skyldes ikke-fundamentale forhold, kan føre til feilaktige investeringsbeslutninger.

Formuespriser kan dermed ha direkte betydning for investeringene gjennom de signaler de gir om fremtidig kapasitetsbehov. Hvorvidt investeringene senere viser seg å være riktig dimensjonert i forhold til den faktiske økonomiske utviklingen, vil avhenge av om formuesprisene drives av fundamentale forhold som økt overskudd i bedriftene, økt etterspørsel etter fast eiendom, eller har karakter av å være drevet av en finansiell «boble».

Kredittkanalen

Bernanke og Gertler (1999) mener den viktigste forbindelsen mellom formuespriser og realøkonomien går gjennom kredittkanalen. Utgangspunktet er at kredittmarkedene ikke er perfekte markeder, men at stivheter oppstår på grunn av problemer med informasjon, håndheving og insentiver. Kreditt vil være lettere tilgjengelig for aktører som i utgangspunktet er i en solid finansiell stilling, eller som kan tilby sikkerhet for lånet. En implikasjon av dette er at verdien av lånesikkerheten vil kunne påvirke aktørenes mulighet til å låne, og at fluktuasjoner i formuesprisen dermed påvirker aktørenes produksjons- og konsummuligheter. Finansielle forhold får dermed direkte betydning for samlet produksjon og formue, og vil forsterke fluktuasjonene i investeringer og produksjon sammenlignet med en økonomi med perfekte kapitalmarkeder.

Denne effekten vil kunne variere fra land til land. Virkningene er trolig mindre i land med godt utviklede og diversifiserte finansmarkeder som gir låntakerne flere alternative finanseringskilder.

Omfattende deregulering og økt globalisering av kapitalmarkedene siden begynnelsen av 1980-tallet har ført til mer diversifiserte kredittmarkeder i mange land. Dette bidrar til enklere tilgang til kreditt. Samtidig har omfattende deregulering og hardere konkurranse medført at bankene er blitt mer engasjert i ikke-tradisjonell forretningsvirksomhet, som aksjehandel og eiendomsfinansiering til høyt belånte husholdninger og foretak.

Selv om bankkreditt er den vanligste finansieringsformen i de fleste land, har det skjedd et skifte i finansieringen fra banklån til verdipapirmarkedet. En større andel av formuen er plassert i formuesobjekter med svingende markedsverdier. Dette betyr at andelen av finansformuen som både er likvid og kan handles, har økt betydelig. Et resultat av dette kan være at en større andel av finansformuen nå er mer følsom overfor markedsbevegelser generelt, og dermed mer sårbar overfor plutselige svingninger i formuesverdier.

Større eksponering overfor utviklingen i formuesprisene impliserer at sterke svingninger i aksje- og eiendomspriser vil kunne ha betydelig effekt på finansinstitusjonenes balanser. En direkte kanal er gjennom revaluering av aktiva og endring i inntjening fra fondshandel. En mindre direkte kanal er gjennom endringer i husholdnings- og foretakssektorens nettoformue. I den grad fallende aksje- og eiendomspriser påvirker betalingsevnen til privat sektor, vil andelen misligholdte lån i finansinstitusjonenes porteføljer øke. Dette vil forverre bankenes kapitalsituasjon og utlånsmuligheter. Ved et generelt fall i prisene på formuesobjekter vil disse effektene bli forsterket gjennom fallende verdi på lånesikkerheten. Når finansinstitusjonene prøver å selge disse formuesobjektene kan den negative virkningen på formuesmarkedene og bankenes balanser bli selvforsterkende. Kombinasjonen av disse effektene kan skape kredittskvis, noe som vil forsterke de kontraktive effektene igangsatt av det opprinnelige fallet i formuesprisene.

Omvendt vil en lignende mekanisme forsterke virkningen av økende formuespriser i en konjunkturoppgang. Etter hvert som nettoformuen til husholdningene og foretakene øker, så vil bankenes formuesposisjon og dermed utlånskapasitet gi en kredittboom.

Effekten på økonomien av bevegelser i formuespriser vil avhenge av størrelsen på nettoformuen i utgangspunktet. Hvis nettoformuen er stor, vil selv nokså betydelige fall i formuesprisene trolig ikke bevege husholdninger og bedrifter over i en situasjon der tilgangen til kreditt stopper opp, eller lede til kapitalproblemer for bankene.

Det er vanskelig å si om kredittkanalen er blitt mer viktig i de seneste årene. Større konkurranse i kredittmarkedene og større grad av finansiering gjennom verdipapirmarkedet har isolert sett ført til bedre fungerende kredittmarkeder. Aksjemarkedet vil fungere som en likviditetsbuffer i land med godt utbygde verdipapirmarkeder. Samtidig har økt eksponering i verdipapirmarkedet gjort aktørene mer sårbare overfor svingninger

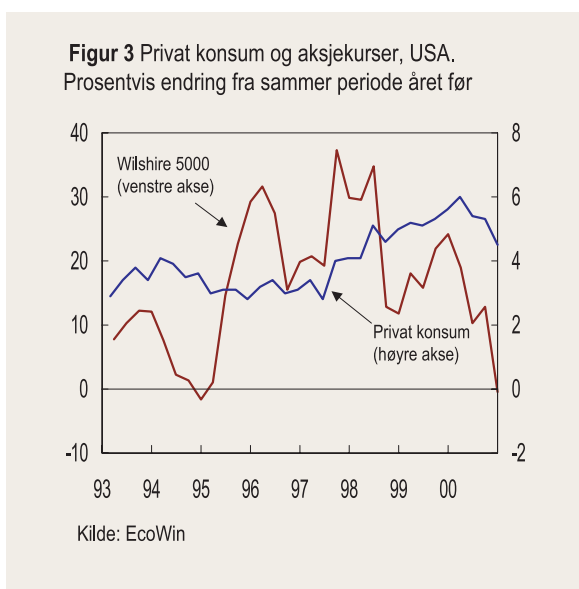
i formuespriser. Aktørene vil dessuten kunne reagere forskjellig på midlertidige og permanente sjokk i formuesprisene.

Internasjonale erfaringer

Flere industriland opplevde på begynnelsen av 1990-tallet en kraftig konjunkturtilbakegang som i stor utstrekning var drevet av et fall i formuespriser, særlig eiendomspriser. Eksempler på land som opplevde dette, er blant annet de nordiske landene, Storbritannia og Japan. For en nærmere omtale av enkelte av erfaringene vises det til Berg (1994), Eika og Nymoene (1992) og OECD (1992). På samme måte bidro det kraftige fallet i aksjemarkedet i flere land i Asia i 1997 til en betydelig konjunkturedgang i regionen. Aksjemarkedet har også vært brukt som en viktig forklaringsfaktor bak den sterke økonomiske veksten i USA siden begynnelsen av 1990-tallet.

USA

På 1990-tallet var den gjennomsnittlige BNP-veksten i USA 3 prosent årlig. Drivkraften bak oppgangen på 1990-tallet har i første rekke vært en kraftig oppgang i privat konsum og private investeringer. Et spørsmål er i hvor stor utstrekning oppgangen i privat sektors etterspørsel kan forklares ved økende aksje- og boligformue. Hva vil i så fall skje hvis aksjekursene faller kraftig?



Fra begynnelsen av 1994 og fram til utgangen av 1999 økte Dow Jones indeksen med i overkant av 200 prosent. Samtidig har andelen av befolkningen som eier aksjer, økt. I 1998 eide nærmere 49 prosent av amerikanske husholdninger aksjer, mot 31,6 prosent i 1989 (Bertaut og Starr-McCluer 2000). Formuen er imidlertid fortsatt skjevt fordelt, med hovedtyngden hos høyinntektsgrupper.

Økte aksjeverdier har trolig betydd mest for de rikeste (Tracy et al. 1999). I 1998 eide de fem prosent av husholdningene som hadde høyest formue 66,9 prosent av husholdningssektorens aksjer. Boligprisene steg også på 1990-tallet, men veksten var mer moderat, med en økning på vel 25 prosent fra 1994 til 1999, jf. figur 1b. Imidlertid utgjør fortsatt egen bolig en stor andel av husholdningenes samlede formue⁴. Dette gjelder særlig lavinntektsgrupper. Boligformuens andel av total formue har falt fra 28 prosent i 1983 til 22 prosent i 1998.

På husholdningenes passivaside har gjelden som andel av husholdningens disponible inntekt økt fra om lag 70 prosent i 1984 til over 100 prosent i 1999. Husholdningenes finansielle situasjon kan derfor være sårbar overfor renteøkninger og økt arbeidsledighet i en økonomisk nedgangskonjunktur.

For konsumkanalen gir ikke empiriske analyser et entydig bilde av hvordan finansiell formue bidrar til å forklare husholdningenes konsum. Historisk har finansmarkedene vært mer utviklet i USA enn i de fleste andre OECD-land. Formueseffekten har derfor trolig vært av større betydning i USA. Estimer gjort av Boone et al. (1998) på G7-landene viser at effekten på privat konsum av et fall i aksjekursene er størst i USA. Ludvigson og Steindel (1999) bruker ulike økonomiske metoder for å undersøke sammenhengen mellom konsum og aksjemarkedet i USA. De finner ingen klare tegn på at det finnes en robust formueseffekt på konsumet. Effekten ser ut til å ha avtatt de seneste årene og er ikke stabil over ulike delperioder.

Bank of England (2000) finner i sine empiriske analyser at det ikke uventet er inntekt som er den viktigste forklaringsfaktoren for privat konsum i USA. Imidlertid har betydningen av formue økt betydelig de siste fire årene. Dette er i overensstemmelse med antakelsen om at den kraftige økningen en har sett i aksjekursene har påvirket privat konsum i denne perioden.

Selv om boligprisene ikke har økt så mye som aksjekursene, er det ifølge Federal Reserve (Greenspan 1999) forskjeller når det gjelder hvordan konsumet påvirkes av økningene i de to formuesobjektene. Økt boligformue slår raskere ut i konsumet og brukes som sikkerhetsstillelse for lån ved kjøp av større konsumvarer. En forklaring kan være at boligprisen er mindre volatil enn aksjekursene, slik at en økning i boligformuen antas å være av mer permanent karakter. Den amerikanske sentralbanken har beregnet at virkningen på konsumet av endringer i boligformue er om lag 4 ganger større enn for endringer i aksjeformuen (Brayton et al. 1997).

En indikasjon på at privat konsum er mindre følsomt overfor endringer i aksjemarkedet enn i boligmarkedet, er erfaringene fra fallet i aksjekursene i 1987, da nedgangen i etterspørselen var mindre enn ventet. Som følge av at en høyere andel av befolkningen eier aksjer, kan imidlertid privat konsum over tid ha blitt mer følsomt overfor endringer i aksjemarkedet.

⁴ Ifølge Bertaut og Starr-McCluer (2000) eide vel 66 prosent av amerikanske husholdninger sin egen bolig i 1998.

Det ser ut til at det er en positiv trend i så vel aksjekurser som investeringer i USA, jf. figur 2a. På figuren ser vi at private investeringer har hatt en betydelige vekst på 1990-tallet samtidig med aksjekursoppgangen. Som andel av BNP har private investeringer økt fra i overkant av 12 prosent i 1991 til om lag 19 prosent i 2000 jf. figur 6. Viktige forklaringsfaktorer bak veksten i bedriftenes investeringer har vært fallende finansieringskostnader, høy fortjeneste og knapphet på arbeidskraft.

For USAs del ser det ut til at oppgang i formuesprisene har bidratt til å forsterke den seneste oppgangs-konjunktoren. Empiriske analyser underbygger argumentene for effekter gjennom konsumkanalen. Kreditt- og investeringskanalene er det vanskeligere å finne empirisk belegg for.

Situasjonen i den amerikanske husholdningssektoren har i dag flere likhetstrekk med tidligere «bobler» observert i Storbritannia og Norden på slutten av 1980-tallet. Blant annet har husholdningens sparerate falt betydelig (jf. figur 8b), og husholdningenes gjeld har økt. Imidlertid er det en viktig forskjell fra tidligere når det gjelder sammensetningen av husholdningens aktiva. På slutten av 1980-tallet skyldtes økningen i husholdningenes netto aktiva i stor grad oppgangen i boligprisene. Særlig gjaldt dette Storbritannia og de nordiske landene. Mye av økningen i nettoformuen i amerikanske husholdninger skyldes derimot økning i aksjeformuen. Husholdningens konsum kan derfor bli mindre påvirket av korreksjoner i aksjekurser, fordi konsumet i USA ser ut til å være mindre følsomt overfor endringer i aksjeformue enn endringer i boligformue (jf. over).

Japan

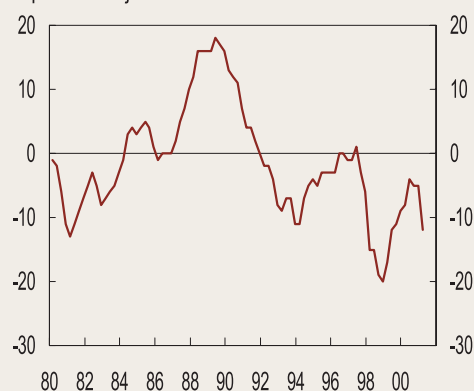
Våren 1985 var dollaren så sterk at den amerikanske kongressen truet med proteksjonistiske tiltak av hensyn til utenriksøkonomien. Gjennom G5-landenes⁵ Plaza-avtale i 1985 lovet japanske myndigheter å øke innenlandsk etterspørsel og redusere overskuddet på landets driftsbalanse. Den japanske sentralbanken senket styringsrenten fra 5 prosent i desember 1985 til 2,5 prosent i februar 1987. Resultatet av den ekspansive pengepolitikken var en betydelig oppgang i investeringene. Japan hadde en gjennomsnittlig BNP-vekst på 1980-tallet på 4 prosent. Aksjekursene steg fra utgangen av 1985 til slutten av 1989 med i overkant av 193 prosent. Eiendomsprisene steg med om lag 88 prosent fra 1985 til 1990.

Den økonomiske veksten avtok markert fra 1991, blant annet fordi pengepolitikken ble strammet inn. Fra mai 1989 og fram til august 1990 ble styringsrenten hevet fra 2,5 til 6 prosent. Renteøkningene bidro til at «formuesboblen» sprakk. Målt ved Nikkei-indeksen falt aksjekursene med om lag 60 prosent fra utgangen av 1989 til august 1992. En vedvarende appresiering av japanske yen frem til begynnelsen av 1995 var også en faktor som bidro til den lave økonomiske aktiviteten. Japan gikk på 1990-tallet

inn i sin kraftigste økonomiske nedgangskonjunktur etter krigen. I perioden 1991 til 1999 var gjennomsnittlig BNP-vekst kun 1 prosent.

Ser vi på hvilke kanaler som kan ha hatt størst effekt når det gjelder virkningene av endringene i formuesprisene på den økonomiske aktiviteten, er et viktig poeng at utlån i Japan tradisjonelt har vært sikret gjennom fast eiendom. Økende eiendomspriser gir derfor foretakssektoren muligheter til økt finansiering, noe som igjen gir vekst i kapitalinvesteringene, jf. omtalen av kredittkanalen over. Tiltakende eiendomspriser på slutten av 1980-tallet bidro til en betydelig bedring i foretakenes netto aktiva, jf. figur 4, som viser utviklingen i foretakssektorens oppfattelse av egen sektors situasjon målt ved Tankan-undersøkelsen. Trolig har den urealiserte fortjenesten på eiendom gitt utslag på aksjekursene (Uemura og Kimura 1998). Dette er konsistent med utviklingen på 1990-tallet, hvor aksjekursen falt etter hvert som eiendomsprisene falt.

Figur 4 Foretakssektorens finansielle situasjon, Japan. Diffusjonsindeks¹⁾.



¹⁾Indeksen er beregnet ved å ta differansen mellom andelen som oppfatter situasjonen som lett og de som anser den som stram.

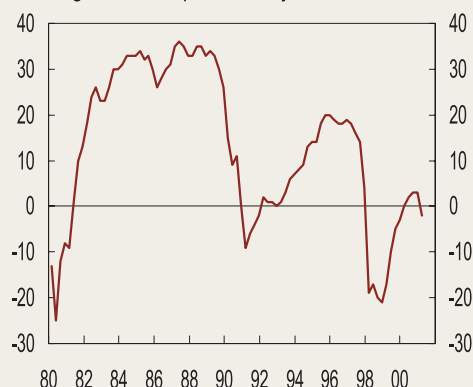
Kilde: EcoWin

Fallet i formuesprisene i Japan fra slutten av 1989 bidro til at muligheten for å stille sikkerhet for lån ble betydelig mindre. Dette dempet privat sektors etterspørsel etter lån. Samtidig fikk bankene redusert sin kapital fordi en del av japanske bankers kapital har vært i form av urealiserte aksjegevinst. Dette gjorde at japansk økonomi kom inn i en kredittskvis, jf. figur 5, som viser hvor lett foretakssektoren vurderer at det er å få lån. Empiriske analyser av Brunner og Kamin (1998) viser at virkningene gjennom kredittkanalen har vært en viktig faktor bak den japanske konjunkturedgangen på 1990-tallet.

Private investeringer falt betydelig etter sammenbruddet i formuesprisene. Det kraftige fallet i investeringene kom etter en periode med sterk investeringsvekst på 1980-tallet. Private investeringer som andel av BNP økte med om lag 5 prosentpoeng til de nådde 25 prosent

⁵ Gruppen av de fem største industrialiserte landene: USA, Japan, Tyskland, Frankrike og Storbritannia.

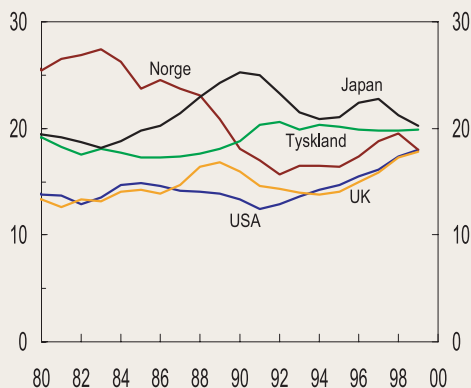
Figur 5 Foretakenes vurdering av finansinstitusjonenes holdning til utlån, Japan. Diffusjonsindeks ¹⁾.



¹⁾Indeksen er beregnet ved å ta differansen mellom andelen som anser det som lett å få lån og de som anser det som vanskelig.

Kilde: EcoWin

Figur 6 Private realinvesteringer som andel av BNP

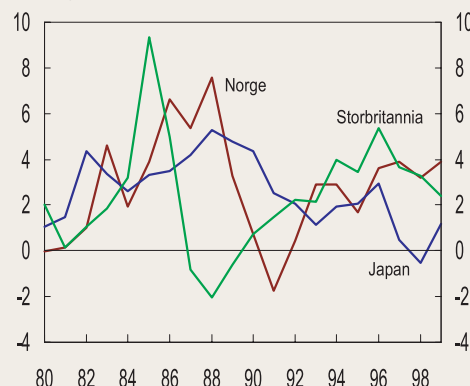


Kilde: OECD

i 1990, jf. figur 6. Ifølge Ramaswamy og Rendu (1998) kan investeringsveksten forklares av en kombinasjon av økende formuespriser (foretakssektoren i Japan eier en betydelig andel aksjer) og en lite restriktiv utlånspolitikk i bankene.

Til tross for kollapset i formuesprisene på begynnelsen av 1990-tallet opplevde ikke Japan noe kraftig fall i privat konsum, slik en blant annet så i Storbritannia og Norge, jf. figur 7. Isteden skjedde det kun en avdemping i konsumveksten. Kraftigere fall i privat konsum har vært et fenomen av nyere dato, og inntraff først i 1997/1998, hvor en fikk en økning i arbeidsledigheten. Kaji (2000) hevder at frem til 1997 fornektet Japan at landet befant seg i en krise. Det var liten vilje til å innse at verden mest suksessfulle økonomi kunne gjøre feil, at eiendomsprisene kunne fortsette å falle, og at de mange finanspolitiske stimuleringspakkene kunne vise seg å være så ineffektive. I tillegg hevder hun at også de politiske myndigheter manglet handlekraft med hensyn til å prøve

Figur 7 Utviklingen i privat konsum. Prosentvis endring fra året før.



Kilde: OECD

å løse problemene. Først høsten 1997, da flere større finansinstitusjoner begynte å få alvorlige problemer, ser det ut til at kriseforståelsen økte. Samme år ble det også foretatt en heving av forbruksavgiften i Japan.

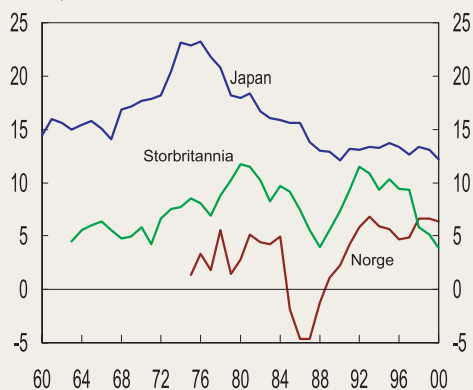
Husholdningenes sparerate (målt som andel av disponibel inntekt) har til tross for fallet i formuesprisene holdt seg relativt stabil. Dette i motsetningen til situasjonen i Storbritannia og Norden, hvor spareraten økte kraftig, jf. figur 8. Ramaswamy og Rendu (1998) mener en forklaring er den lave aksjeandelen i japanske husholdningers finansielle formue. I tillegg opplevde ikke Japan noen betydelig økning i arbeidsledigheten før i begynnelsen av 1998. Som følge av dette var det ikke noe presserende behov for husholdningene å øke den forsikringsmotiverte sparingen.

Også for Japan ser det dermed ut til å være en sammenheng mellom formuespriser og økonomisk aktivitet. I motsetning til USA ser det imidlertid ut å være kredittkanalen som har hatt størst effekt. Først og fremst har dette påvirket foretakssektoren, hvor det er en omfattende bruk av fast eiendom som sikkerhet for lån. Lav aksjeandel og lav lånefinansiering av egen bolig kan være noen av årsakene til at privat konsum i liten grad ble direkte påvirket av fallet i formuesprisene på begynnelsen av 1990-tallet.

Kontinental-Europa

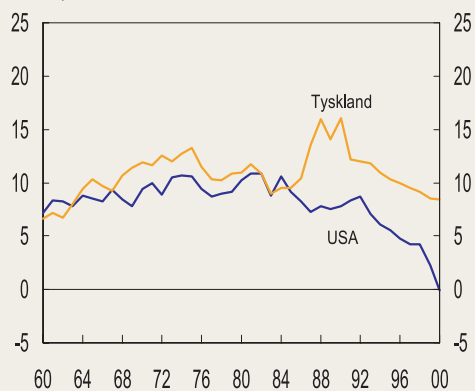
Etter en periode med moderat vekst på begynnelsen av 1980-tallet tok veksten seg betydelig opp i Kontinental-Europa mot slutten av tiåret. Boligprisene økte kraftig og styringsrentene ble satt opp. Ved inngangen til 1990-tallet førte blant annet innstramningen i pengepolitikken til en korreksjon i boligmarkedet. Etter at boligprisene hadde økt med opp mot ti prosent per år over en treårs periode på slutten av 1980-tallet, falt prisene på begynnelsen av 1990-tallet. Prisfallet på boliger var likevel betydelig mindre i Kontinental-Europa enn i USA, Japan, Storbritannia og de nordiske landene.

Figur 8a Husholdningenes sparerate målt som andel av disponibel inntekt.



Kilde: OECD

Figur 8b Husholdningenes sparerate målt som andel av disponibel inntekt



Kilde: OECD

Prisfallet fikk heller ikke like store konsekvenser for husholdningenes konsumetterspørsel, blant annet fordi gjeldsoppbygging i perioden med sterk boligprisvekst ikke hadde vært like stor som i en rekke av de andre OECD-landene, og husholdningene var dermed ikke like sårbare overfor prisfallet.

Også aksjekursene steg kraftig på slutten av 1980-tallet i Kontinental-Europa. Imidlertid har ikke aksjemarkedet samme betydning i Kontinental-Europa som i de anglosaksiske landene. I Frankrike utgjør verdien av børsnoterte aksjer om lag 100 prosent av BNP. Dette er i samme størrelsesorden som Japan. I Tyskland og Italia utgjør derimot verdien av børsnoterte aksjer bare mellom 60–70 prosent av BNP (jf. tabell 1). Samtidig utgjør husholdningenes aksjebeholdning en klart lavere andel av disponibel inntekt enn i for eksempel USA og Storbritannia (jf. tabell 3).

Disse forholdene trekker i retning av at virkningen av endringer i formuespriser gjennom konsumkanalen har spilt en mindre rolle i Kontinental-Europa.

Tabell 3. Husholdningenes aksjebeholdning i prosent av disponibel inntekt

	1970	1980	1990	1994	1997
USA	80,6	46,8	44,3	62,1	100,1
Japan	24,0	23,5	58,1	36,2	–
Tyskland	13,9	7,4	11,6	10,9	18,8
Frankrike	–	9,0	11,7	12,2	15,3
Italia	2,1	2,7	15,6	16,9	33,8
Storbritannia	30,1	24,0	45,2	58,5	87,9
Kanada	63,3	57,9	57,5	79,0	98,9

Kilde: Boone et al. (1998)

Tabell 4. Boligeierskap. Tall for 1995.

	Andel som eier egen bolig, prosent
Tyskland	38
Frankrike	54
Italia	67
Storbritannia	66
Sverige	43
Norge	62
Japan	59
USA ¹⁾	64
Spania	76
Kanada	63

Kilde: OECD (1999)

¹⁾ Tall fra begynnelsen av 1990-tallet.

I Frankrike, Tyskland og Nederland er sammenhengen mellom investeringer og aksjekurser mindre tydelig enn i andre store industriland (jf figur 2c). En mulig forklaring på dette er blant annet bedriftslovgivningen og tradisjoner i Kontinental-Europa. Dette kan ses ved at oppkjøp skjer langt sjeldnere, at de ansatte har en mer fremtredende rolle i beslutningsprosessen, og at gjeldsgraden i foretakene er høyere. Disse forhold indikerer at ledelsen reagerer mindre på endringer i aksjemarkedet sammenlignet med hva som er tilfellet i de anglosaksiske landene.

På den annen side ser det ut til at eiendomspriser – heller enn aksjekurser – har en større betydning for investeringene i Kontinental-Europa. Dette har sammenheng med at eiendom som sikkerhet mot lån er mer utbredt, og at banker har en mer fremtredende rolle i finansieringen. I disse landene har endringer i eiendomsprisene vært sterkt korrelert med bevegelsene i investeringene. I en rapport om formuespriser og stabilitet i banker i euroområdet (ESB 2000) fremkommer følgende resultater:

- Et fall i eiendomsmarkedet representerer en større fare for bankene enn et fall i aksjemarkedet. Bankenes eksponering i eiendomsmarkedet er viktigere, siden dette er den viktigste formen for sikkerhet. Utlån til kjøp av eiendom utgjør hoveddelen av utlån fra banker og kredittinstitusjoner (62 prosent av utlån til husholdninger og 32 prosent av totale utlån i euroområdet ved utgangen av juni 1999). Bankenes eksponering i eiendomsmarkedet varierer imidlertid betydelig mellom

land i euroområdet. Selv en plutselig og sterk korreksjon i aksjemarkedet vil trolig ha liten effekt for bankenes inntjening og solvens. Imidlertid kan en ikke se bort fra at et slikt fall vil kunne få andrerundeeffekter.

Det er vanskelig å finne empirisk belegg for en direkte sammenheng mellom aksjekursutviklingen og konsumet i Kontinental-Europa. Derimot ser også her utviklingen i eiendomspriser ut til å ha relevans. Denne effekten kommer trolig gjennom betydningen boligkapitalen har for tilgangen på kreditt. I Kontinental-Europa ser også kredittkanalen ut til å være viktig. Denne sammenhengen har vist seg å være særlig sterk i land hvor finansiell sektor er bankdominert, slik som i Kontinental-Europa og Japan (hvor kryssseierskap mellom banker og foretakssektoren er svært utbredt), i motsetning til et finanssystem hvor aksjer og obligasjoner spiller en større rolle for finansieringen, slik som i USA og Storbritannia.

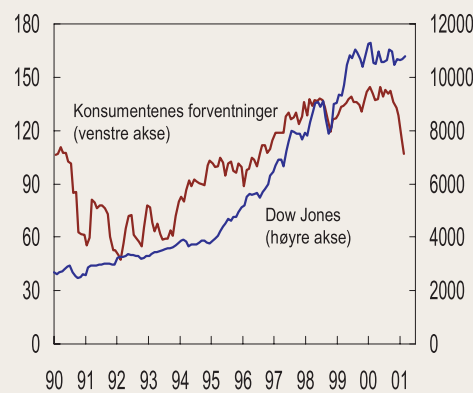
Avslutning

Virkingen formuespriser har på konjunkturutviklingen varierer sterkt mellom land. Særlig i USA ser aksjekurser ut til å ha betydning for den økonomiske veksten. I land med godt utbygde kapitalmarkeder, ser den realøkonomiske utviklingen ut til å kunne være mer robust overfor svingninger i eiendomspriser enn det som er tilfellet i Japan, Kontinental-Europa og Norden. Mer diversifiserte kapitalmarkeder i de sistnevnte landene vil trolig bidra til at betydningen av eiendomspriser også her blir mindre viktig.

Etter hvert som en stadig større andel av husholdningene plasserer en betydelig andel av sin formue i aksjer vil dette kunne føre til at aksjekursutviklingen blir viktigere for konsumet også i de landene der dette hittil ikke har vært tilfellet. I figur 9a–9c vises utviklingen i forventningsindikatorer for husholdningene og aksjekursutviklingen i USA, Tyskland og Frankrike. De seneste årene har utviklingen i forventningsindikatorerne vist en klar samvariasjon med aksjekursen. Dette indikerer at aksjekursutviklingen i sterkere grad vil fungere som en ledende indikator for konsumutviklingen. Fallet i aksjekurser i 2000 har også ført til lavere tillit til den økonomiske utviklingen blant konsumentene. Dette bidrar til å forsterke de direkte formueseffektene av lavere aksjekurser.

Utviklingen i formuespriser kan også bidra til å forsterke konjunktursvingningene gjennom kredittkanalen. I en nedgangskonjunktur vil økonomien være spesielt følsom for slike svingninger dersom de finansielle balansene til foretakene og husholdningene i utgangspunktet ikke er robuste overfor slike endringer. Hvis nettoformuesposisjonen er sterk i utgangspunktet, vil selv ikke store fall i formuesprisene føre husholdninger og bedrifter over i en situasjon der den vanlige tilgangen til kreditt stopper opp, eller lede til kapitalproblemer for bankene. Virkingen av et fall i formuesprisene vil derfor avhenge av den initiale formuessituasjonen.

Figur 9a Indeks for konsumentenes forventninger og aksjekursutviklingen, USA



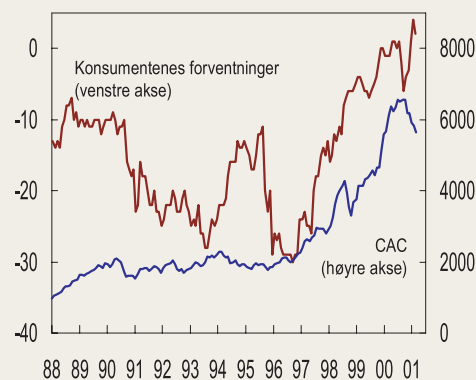
Kilde: Norges Bank, Datastream

Figur 9b Indeks for konsumentenes forventninger og aksjekursutviklingen, Tyskland



Kilde: Norges Bank, Datastream

Figur 9c Indeks for konsumentenes forventninger og aksjekursutviklingen, Frankrike



Kilde: Norges Bank, Datastream

Referanser:

- Bank of England (2000): «Wealth effects on consumption in the United States», *Bank of England Quarterly Bulletin*, november.
- Berg, Lennart (1994): «Household savings and debts: the experience of the Nordic countries», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 10, no.2, s. 42–53.
- Bertaut, Carol og Martha Starr-McCluer (2000): «Household portfolios in the United States», *Finance and Economics Discussion Series*, 2000-26, april .
- Bondt G.J. de (1999): «Credit Channels and Consumption: European Evidence». *DNB Staff Reports* 1999, no.39.
- Brayton, Flint, Eileen Mauskopf, David Reifsgchneider, Peter Tinsley og John Williams (1997): « The role of expectations in the FRB/US macroeconomic model». *Federal Reserve Bulletin*, april.
- Bernanke, Ben og Mark Gertler (1999): « Monetary policy and asset price volatility». *Economic Review* . Fourth quarter 1999. Federal Reserve Bank of Kansas City
- BIS (2000): *70 th Annual Report*
- Boone, Laurence, Claude Giorno og Pete Richardson (1998): «Stock market fluctuations and consumption behaviour: Some recent evidence». OECD Working Papers No. 208.
- Brunner, Allan D. og Steven B. Kamin (1998): «Bank lending and economic activity in Japan: Did 'financial factors' contribute to the recent downturn». *International Journal of Finance and Economics*, s. 73–89.
- ECB, Banking Supervision Committee (2000): «Asset prices and Banking Stability», april.
- Eika, Kari H. og Ragnar Nymoen (1992): «Finansiell konsolidering som en konjunkturfaktor», *Penger og Kreditt* nr. 1/1992 (årg. 20), s. 29–38.
- Fisher, Irving (1933): «The Debt Deflation Theory of Great Depressions», *Econometrica*, 1, 337–357.
- Greenspan, Alan (1999): «Mortgage markets and economic activity», tale til America's Community Bankers konferanse «Mortgage Markets and Economic Activity», 2. november. <www.bog.frb.fed.us/boarddocs/speeches/1999/19991102.htm>.
- IMF (1999): *World Economic Outlook*, mai.
- IMF (2000): *World Economic Outlook*, mai.
- Kaji, Sahoko (2000): «Japan's lost decade: Lessons for the future», seminarinnledning på Bedriftsøkonomisk Institutt, 22. november. (Innledningen kan fås ved henvendelse til forfatterne av denne artikkelen)
- Ludvigson, Sydney og Charles Steindel (1999): «How Important is the stock market effect on consumption?», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol. 5, no.2, juli.
- Mauro, Paolo (2000): «Stock returns and output growth in emerging and advanced economies». IMF Working Paper nr. WP/00/89.
- Mylonas, Paul, Sebastian Schich og Gert Wehinger (2000): «A changing financial environment and the implications for monetary policy». OECD Working Papers No. 243.
- OECD (1992): *Economic Outlook*, s. 41–49, desember.
- OECD(1999): *EMU, Facts, Challenges and Policies*
- Ramaswamy, Ramana og Christel Rendu (1998): «Identifying the shocks: Japan's economic performance in the 1990s». I Tamim Bayoumi og Charles Collyns (red.): *Post-bubble blues: How Japan responded to asset price collapse*. IMF
- Tracy, Joseph, Henry Schneider og Sewin Chan (1999): «Are stocks overtaking real estate in household portfolios?», *Current Issues in Economics and Finance*, volum 5, nr. 5, Federal Reserve Bank of New York, april.
- Uemura, Shuichi og Takeshi Kimura (1998): «Japanese share prices». I BIS Conference Papers Vol. 5: *The role of asset prices in the formulation of monetary policy*.
- Veblen, T. (1904): *The Theory of Business Enterprise*, Scribner's, New York