



**National Library
of Sweden**

Denna bok digitaliserades på Kungl. biblioteket år 2012

STATENS OFFENTLIGA UTREDNINGAR 1964:1

Sou
1964:1 F

Finansdepartementet



INDEXLÅN

BETÄNKANDE

AVGIVET AV VÄRDESÄKRINGSKOMMITÉN

DEL I

Stockholm 1964

STATENS
OFFENTLIGA UTREDNINGAR 1964

Kronologisk förteckning

1. Indexlån. Kihlström. 96 s. Fi.

STATENS OFFENTLIGA UTREDNINGAR 1964; 1

Finansdepartementet



INDEXLÅN

BETÄNKANDE

AVGIVET AV VÄRDESÄKRINGSKOMMITTÉN

DEL I

EMIL KIHLSSTRÖMS TRYCKERI AKTIEBOLAG
STOCKHOLM 1964

Innehåll

Skrivelse till Herr Statsrådet och Chefen för Kungl. Finansdepartementet . . .	5
Utredningsdirektiven	9
Sammanfattning av betänkandet (Indexlån, del II, SOU 1964:2)	13
Avdelning I	13
Kapitel 2 Penningvärderisker vid låneavtal	13
Kapitel 3 Indexlåns konstruktion	18
Kapitel 4 Indexlån och den ekonomiska politikens mål	25
Kapitel 5 Bostadsmarknad och indexlån	35
Kapitel 6 Inteckningsväsendet	40
Avdelning II	42
Kapitel 7 Skatter och värdesäkring	42
Kapitel 8 Nominalistisk beskattning av indexlån	43
Kapitel 9 Real beskattning av reallån; nominalistisk beskattning av övriga indexlån	47
Bilaga 1 Real beskattning av kapitalinkomster och kapitalvinster	50
Avdelning III	58
Kapitel 10 Staten och indexlånemarknaden	58
Kapitel 11 Indexklausuler i bank- och försäkringsväsende	64
Kapitel 12 En privat indexlånemarknad	70
Kapitel 13 Penningpolitik i en dubbel kreditmarknad	76
Kommitténs rekommendationer och förslag	90
Principuttalande	90
Åtgärder för att möjliggöra indexlån	92
Redovisningsregler i försäkringsbolag och banker	94
Vinstandelslån (participating debentures)	95
Statliga indexlåneemissioner	95

Till

Herr Statsrådet och Chefen för Kungl. Finansdepartementet

Den 4 september 1959 bemyndigade Kungl. Maj:t chefen för finansdepartementet att tillkalla högst fjorton sakkunniga för att verkställa utredning rörande värdesäkring av fordringar och därmed sammanhängande problem. Med stöd av detta bemyndigande tillkallade departementschefen den 30 september 1959 såsom sakkunniga professorn Guy Arvidsson, riksbanksdirektören Arne Callans, landshövdingen Per Eckerberg, kassören i Landsorganisationen Gösta Eriksson, förste ombudsmannen i Svenska bankmannaförbundet Sven Hallnäs, taxeringsintendenten i Göteborgs och Bohus län Erik Johansson, direktören i Svenska arbetsgivareföreningen Gunnar Lindström, verkställande direktören i Konungariket Sveriges stadshypotekskassa och Svenska bostadskreditkassan Gunnar Månsson, verkställande direktören i Livförsäkringsaktiebolaget Framtiden Waldemar Odhnoff, chefen för ekonomiska avdelningen i finansdepartementet Gösta Rehn, direktören Henning Throne-Holst, bankdirektören Lars-Erik Thunholm, verkställande direktören i Malmö sparbank Hans Erik Wihlborg samt verkställande direktören i Sveriges jordbrukskasseförbund Halvdan Åstrand. Tillika uppdrogs åt Eckerberg att såsom ordförande leda utredningsarbetet.

De sakkunniga antog benämningen värdesäkringskommittén. Byrådirektören Kjell-Olof Feldt har varit sekreterare åt de sakkunniga. Från oktober 1959 har laboratorn Ingemar Ståhl och byrådirektören Ragnar Sohlman varit knutna till utredningen i egenskap av biträdande sekreterare. Pol. stud. Sven-Olov Larsson har även biträtt utredningen.

Kommittén har biträtts av följande experter: taxeringsintendenten Rolf Bystedt, direktören Kjell Hansson, direktören Tage Larsson, direktören Ingvar Laurin, bankdirektören John Nylén, professorn Knut Rodhe, förste länsassessorn Arne Steneborn, bankdirektören Evert Tornberg, professorn Carsten Welinder och bankombudsmannen Axel Åström.

Värdesäkringskommitténs sammansättning har under utredningsarbetets gång förändrats. På egen begäran entledigades Wihlborg den 23 oktober 1959 från uppdraget och i hans ställe tillkallade departementschefen samma dag verkställande direktören i Göteborgs och Bohus läns sparbank Olof Edsman. Sedan Kungl. Maj:t den 3 mars 1961 bemyndigat chefen för finansdepartementet att tillkalla ytterligare en ledamot i värdesäkringskommittén

uppdrogs samma dag åt riksgäldsdirektören Georg Ringström att vara ledamot av kommittén. Sedan Rehn den 12 oktober 1962 på egen begäran entledigats från sakkunniguppdraget tillkallades samma dag såsom ledamot byrådirektören Kjell-Olof Feldt. På egen begäran entledigades vidare den 15 mars 1963 Hallnäs från sakkunniguppdraget och i hans ställe tillkallade departementschefen samma dag sekreteraren Gösta Dahlström.

Till kommittén har överlämnats Livförsäkringsaktiebolaget Thules framställning angående s. k. aktielivförsäkring samt de likalydande motionerna till 1961 års riksdag I:690 och II:824 i vad de avser kapitalplaceringsfrågor.

Kommittén har efter remiss avgivit yttrande

dels till riksdagens bankoutskott den 17 mars 1960 över de likalydande motionerna I:434 och II:543 till 1960 års riksdag om utgivande av ett värdefast statligt obligationslån,

dels till riksdagens första lagutskott den 9 mars 1961 över en i 1961 års riksdags andra kammare väckt motion nr 191 om åstadkommande av penningvärdesäkra trafiklivräntor,

dels till riksdagens bankoutskott den 8 april 1961 över de likalydande motionerna I:261 och II:220 till 1961 års riksdag om utgivande av ett värdefast statligt obligationslån,

dels ock till Statsrådet och chefen för finansdepartementet den 12 februari 1963 över en framställning av försäkringsinspektionen angående utredning om höjning av utgående trafiklivräntor.

Av det föreliggande betänkandets två delar innefattar den första delen vissa av de sakkunniga framförda rekommendationer och förslag rörande värdesäkra lån och deras användning samt vidare ett sammandrag av betänkandets tretton kapitel och bilaga 1, vilka jämte övriga bilagor ingår i den andra delen. Dessa kapitel jämte bilaga 1—4 är av utredningens sekreterare och experter utförda undersökningar, vilka legat till grund för kommitténs ställningstagande. Därvid har biträdande sekreteraren Ståhl svarat för utformningen av kap. 5 om indexlån vid bostadsfinansiering. Experten Bystedt har — i samarbete med en inom kommittén upprättad arbetsgrupp — svarat för utformningen av kap. 7—9, som behandlar frågorna rörande indexlåns beskattning, jämte bilaga 1, som innehåller en skiss till en real beskattning av kapitalinkomster och kapitalvinster m. m.

Professorn Rodhe har varit utredningens sekretariat behjälplig vid arbetandet av riktlinjerna för kap. 6 om indexreglerade inteckningar. I bilaga 2 har professorn Leif Mutén på kommitténs uppdrag undersökt vissa frågor rörande realisationsvinstbeskattning vid försäljning av egnahemsfastighet. Det av experterna Nylén och Tornberg avgivna utlåtandet angående indexreglerat banksparande har fogats till utredningen som bilaga 3.

De sakkunniga som nu slutfört sitt uppdrag får härmed värdsamt över-

lämna betänkande angående värdesäkring av fordringar och därmed sammanhängande problem.

Stockholm den 25 oktober 1963.

Per Eckerberg

Guy Arvidsson

Arne Callans

Gösta Dahlström

Olof Edsman

Gösta Eriksson

Erik Johansson

Gunnar Lindström

Gunnar Månsson

Waldemar Odhnoff

Georg Ringström

H. Throne-Holst

L-E. Thunholm

H. Åstrand

Kjell-Olof Feldt

Utredningsdirektiven

Chefen för finansdepartementet, statsrådet Sträng, anförde efter gemensam beredning med statsrådets övriga ledamöter till statsrådsprotokollet den 4/9 1959.

Frågan om värdesäkring av finansiella placeringar, speciellt av långfristig typ, har under senare år aktualiserats i olika sammanhang. En första mer utförlig teoretisk behandling av frågan verkställdes sålunda av professorn Tord Palander på gemensamt uppdrag av 1951 års penningvärdeundersökning och Svenska livförsäkringsbolags förening. På ett teoretiskt plan har i anslutning till Palanders arbete diskussionen förts vidare genom ett flertal bidrag till facktidsskrifter. De med värdesäkringen sammanhängande praktiska problemen är dock i viktiga avseenden otillräckligt belysta. De praktiska försöken med värdesäkrade fordringar har hittills varit av begränsad omfattning. Indexreglerade lån har sålunda i viss utsträckning förekommit i bl. a. Finland, Frankrike och vissa sydamerikanska stater. Den fullständigaste indexreglerade lånemarknaden torde för närvarande finnas i Israel.

Bakgrunden till önskemålen att bereda värdesäkring av det i penningfordringar placerade långsiktiga sparandet har självfallet varit den i Sverige liksom i flertalet industriländer under kriget och efterkrigsåren inträffade prisstegringen. I diskussionen av de olika systemen för en effektiv tjänste-

pensionering spelade frågan om metoderna att säkra pensionernas realvärde en väsentlig roll. Genom tillkomsten av den allmänna tilläggs pensioneringen har önskemålet om värdesäkring på ett viktigt område blivit tillgodosett i väsentlig omfattning. Vid riksdagens behandling av förslaget till lag om försäkring för allmän tilläggs pension (prop. 1959:100) framfördes motionsvägen yrkanden om utredning rörande åtgärder för att främja och värdesäkra olika former av långsiktigt sparande och försäkringar som kunde vara av betydelse för ålderdoms-, invalid- och efterlevandeförsörjningen (I:429 och II:519, I:432 och II:521 samt I:433 och II:523). I anledning av nämnda motioner beslöt riksdagen, på hemställan av Särskilda utskottet i dess memorial nr 2 år 1959, att hos Kungl. Maj:t anhålla om skyndsamma utredningar rörande konkreta åtgärder i sparfrämjande syfte och för att underlätta värdesäkring av långsiktigt sparande (rskr 1959:269). Vad angår åtgärder för att främja sparandet är dessa redan föremål för prövning inom den i oktober 1958 tillkallade utredningen om sparstimulerande åtgärder. Frågan om värdesäkring av sparandet berör denna utrednings uppdrag såtillvida som indexreglering av sparmedel kan ha en sparstimulerande effekt.

En indexreglering av kreditmarknaden kan, om den erhåller mer utsträckt omfattning, komma att få betydande

konsekvenser för den samhällsekonomiska utvecklingen och därigenom påverka förutsättningarna för och kraven på den ekonomiska politiken på ett sätt som ännu icke genomdiskuterats. Med hänsyn härtill synes det påkallat att nu föranstalta om en särskild utredning av problem sammanhängande med en värdesäkring av penningfordringar. En sådan utredning bör dels klarlägga under vilka förutsättningar en indexreglering på kreditmarknaden över huvud låter sig rent tekniskt genomföras, dels redovisa verkningarna av ett sådant system för att möjliggöra en samlad bedömning av dess önskvärdhet mot bakgrunden av de allmänna målsättningarna för den ekonomiska politiken.

Intresset för värdesäkra placeringar har, som jag inledningsvis framhållit, motiverats av en önskan att erhålla skydd mot prisstegringar. Utvecklingen på prisområdet har i vårt land liksom i flertalet andra industriländer under snart halvtannat år varit stabil. Den nu pågående internationella konjunkturuppgången utmärkes av en påfallande prisstabilitet. Trots detta finns tecken som tyder på att förväntningarna i stor utsträckning är inställda på förnyade prishöjningar. Detta torde sålunda vara en av förklaringarna till den fortgående kraftiga kursstegringen på aktiemarknaden såväl i vårt land som i utlandet. Blotta förväntningar om prisstegringar representerar i sig själv en prisstegringsfaktor. Frågan om införandet av ett system med värdesäkring får därför bedömas också med hänsyn till dess verkan på prisförväntningarna. På denna punkt är det av intresse att få klarlagd även den effekt som ett införande av värdesäkring på hittills osäkrade fordringar kan väntas medföra för kursbildningen på aktiemarknaden.

Önskemålet om ett system med indexreglerade fordringar har i stor utsträck-

ning motiverats med dess förväntade effekt att stimulera sparandet. Med hänsyn härtill och till att den teoretiska diskussionen givit ganska obestämda resultat på denna punkt, är det angeläget, att utredningen söker komma fram till mer underbyggda slutsatser. I detta sammanhang bör utredningen även söka närmare precisera innebörden av de rättviseskäl som anförts för en indexreglering under hänvisning till den realvärdeminskning som en nedgång i penningvärdet medför för i penningfordringar placerade sparmedel. För en bedömning av lämpligheten att införa indexreglerade låneformer är det vid sidan av effekten på sparandet även angeläget att klarlägga effekten på den reala investeringsverksamheten. Det gäller härvid såväl investeringarnas totala omfattning som deras sammansättning.

För att utredningens resultat skall kunna tjäna som underlag för ett praktiskt ställningstagande är det av vikt att utredningen verkställer en systematisk genomgång av de konkreta problem som en eventuell indexreglering kan väntas medföra på olika områden och därvid redovisar de för- och nackdelar som kan väntas vara förknippade med ett sådant system. Som exempel kan här nämnas: återverkningarna på bostadsbyggande och hyresbildning av indexlåneformen för bostadslån; den rättsliga regleringen av in-teckning för indexreglerade skuldebrev; inverkan på olika försäkringsformer, däribland pensionsförsäkring; den skatterättsliga behandlingen av värdesäkra lån och den ekonomiska innebörden av olika alternativ i detta avseende; behovet av olika slags index för indexklausulerna bl. a. med hänsyn till att långivarnas och låntagarnas intressen här icke kan förutsättas sammanfalla; omfattningen av den indexreglerade lånemarknad som

kan väntas uppkomma genom privata initiativ under förutsättning att de rättsliga **formerna härför** ordnas; de problem av legal och teknisk natur som en mer omfattande indexreglering skulle aktualisera för olika kreditinstitut och innebörden av den strukturomvandling av det svenska kreditväsendet som på längre sikt skulle kunna bli en följd av indexregleringen.

För närvarande utgör köp av aktier den närmast till hands liggande möjligheten till värdebeständig penningplacering. I fråga om beskattningen av vinster som uppkommer vid aktieförsäljning gäller, att vinsten — även om den blott är uttryck för penningvärdets förändringar — skall beskattas som inkomst, om försäljningen sker inom fem år. De första två åren skall uppkommen vinst i sin helhet upptagas som inkomst. Under återstoden av femårsperioden beskattas endast en del av vinsten, mindre ju längre mot slutet av perioden försäljningen äger rum. Efter femårsperiodens slut är vinsten helt skattefri. Med hänsyn till den aktuella utvecklingen på aktiemarknaden och det samband som råder mellan nu angivna fråga och de skattefrågor som uppkommer i anslutning till införandet av värdebeständiga lån, synes även realisationsvinstreglerna böra kunna tagas upp till omprövning. I utlandet praktiseras olika system för beskattning av hithörande inkomstslag. Frågan bör utredas i belysning av de erfarenheter som sålunda står till buds.

Frågan om statens medverkan vid olika system för värdesäkring har delvis berörts i det föregående. Utredningen bör undersöka om denna medverkan skall tänkas begränsad till de legala och tekniska aspekterna eller om därutöver statens medverkan som utställare av indexobligationer framstår som en nödvändig förutsättning för

uppkomsten av en indexlåneemarknad. Utredningen bör i detta sammanhang upptaga frågan, huruvida det är möjligt och lämpligt att begränsa värdesäkring genom indexreglering till vissa områden. Därvid bör undersökas om en tillämpning av indexlånesystem på en del av marknaden på grund av bl. a. den svenska kreditmarknadens organisation kan väntas medföra en generell övergång till värdesäkring.

För ett ställningstagande från statsmakternas sida är det slutligen av vikt att erhålla en ingående belysning av de problem av ekonomisk-politisk natur som utbredningen av olika system för värdesäkring kan medföra. Inte minst bör under utredningen analyseras de spörsmål av penningpolitisk natur som skulle uppstå vid en dubbel kreditmarknad. Utredningen bör följaktligen söka klarlägga hur en indexreglering av kreditmarknaden påverkar medlen och möjligheterna att förverkliga målsättningen för statens handlande inom den ekonomiska politiken i vad avser såväl penningvärdet som selsättningen, framstegstakten och inkomstfördelningen.

Med åberopande av det anförda hemställer jag, att Kungl. Maj:t måtte

dels bemyndiga chefen för finansdepartementet att tillkalla högst fjorton utredningsmän med uppdrag att verkställa utredning rörande värdesäkring av fordringar och därmed sammanhängande problem,

dels bemyndiga chefen för finansdepartementet att tillkalla experter för deltagande i utredningsarbetet ävensom att förordna sekreterare åt utredningsmännen samt förse dem med annat erforderligt arbetsbiträde,

dels berättiga utredningsmännen att från ämbetsverk och myndigheter infordra de uppgifter som för arbetet kan erfordras,

dels förordna, att ersättning till utredningsmännen samt deras experter och sekreterare skall, i de fall Kungl. Maj:t ej annorlunda bestämmer, utgå i form av dagarvode enligt föreskrifterna i kommittékungörelsen,

dels ock förklara, att kostnaderna för ifrågavarande utredning skall gäldas från sjunde huvudtitelns reservations-

anslag till kommittéer och utredningar genom sakkunniga.

Tillika hemställer jag, att utdrag av statsrådsprotokollet i detta ärende måtte få offentliggöras.

Denna av statsrådets övriga ledamöter biträdda hemställen behagar Hans Maj:t Konungen bifalla.

Ur protokollet:

Jan Nipstad

Sammanfattning av betänkandet (Indexlån, del II, SOU 1964: 2)

Avdelning I

Kapitel 2. Penningvärderisker vid låneavtal

2.2 Hushållens behov av värdesäkring

Ett av de omdömen om indexlån, som inte synes möta någon gensaga, är att de bör vara väl ägnade att tillgodose hushållens behov av värdesäkra placeringar. Eftersom det långsiktiga sparandet till allra största delen är en omfördelning av konsumtion mellan olika perioder i den enskildes liv, torde en garanti för sparandets allmänna köpkraft motsvara önskemålen hos flertalet hushåll. I och med att priset på de flesta nyttigheter företer en stark samvariation med den allmänna prisnivåutvecklingen bör detta gälla även när för sparandet uppställts mera specifika mål, t. ex. inköp av villafastighet eller annat realkapital.

Med särskild styrka torde behovet av en ny värdesäker placeringsform göra sig gällande, när det är fråga om hushåll med mindre förmögenheter, dvs. vad som brukar kallas småsparare. De alternativa placeringar, som har sådana egenskaper att ovissheten om tillgångarnas framtida realvärde minskas, utgöres av realkapital i olika former: fastigheter och rörelsetillgångar samt aktier, vilka ur det här anlagda perspektivet står innehav av realkapital mycket nära. För mindre förmögenhetsägare är innehav av fastigheter och rörelsetillgångar i många fall av praktiska skäl

uteslutet, medan aktieinnehav ter sig riskfyllt när möjligheter saknas att sammansätta stora och differentierade aktieportföljer. (Ang. aktiens egenskaper ur värdesäkringssynpunkt, se sid. 23 ff.)

2.2.1

Enligt uppgifter, som inhämtats ur 1957 års sparundersökning, skulle de svenska hushållens sammanlagda tillgångar (brutto) i slutet av 1957 uppgå till omkring 100 miljarder kr. (Tabell 2: 2.) Härav utgjorde endast ca 30 miljarder rent finansiella tillgångar. Aktieposten värderades till ca 9 miljarder, innehavet av fastigheter av olika slag till ca 3 miljarder och rörelsetillgångar till ca 33 miljarder kr. Dessa siffror ger således närmast intrycket, att hushållen i mycket stor utsträckning placerat sitt sparande i realkapital eller andra värdesäkra tillgångar. Men det måste då observeras, att realkapitalet fördelas synnerligen ojämnt bland hushållen. Enligt den undersökning, som återges i kap. 4, tabell 2, skulle 73 % av hushållen helt sakna realkapital (inkl. aktier) eller endast redovisa smärre poster upp till 1 000 kr. Realkapital värderat till mer än 10 000 kr. innehas av 12 % av hushållen. Uppgifterna avser år 1958 men någon större förskjutning torde knappast ha inträffat sedan dess.

Behovet av värdesäkring måste i första hand ses som ett riskproblem. Index-

lån skiljer sig från andra placeringsformer på det sättet, att de under vissa förutsättningar ger en helt säker real avkastning på de tillgångar, som placerats mot indexklausul. Däremot finns det ingen garanti för att räntesatserna på indexlån i varje situation är så höga, att deras realavkastning blir större än t. ex. realavkastningen på nominallån. Penninglåns nominala avkastning beräknas därvid såsom den nominella räntefoten minskad med den procentuella stegringen per år i den allmänna konsumtionsprisnivån.

2.2.3

Det är teoretiskt möjligt att redan vid penninglån erhålla värdesäkra placeringar, om blott den framtida penningvärdeutvecklingen med tillräcklig säkerhet kan förutses. De i kap. 2.2 utförda undersökningarna av realräntenivån i vårt land sedan 1930-talets början visar dock, att svängningarna i penninglåns reala avkastning varit betydande. Detta gäller framför allt på kort sikt. Penningräntan är alltför trögrörlig för att förhindra kraftiga fluktuationer av den reala räntenivån, mätt per år. För placeringar på tio års sikt företagna under perioden 1931—1953 har den reala avkastningen varierat avsevärt mindre. Det är dock inte i första hand räntepolitikens förtjänst utan beror av att prisnivåns stegringstakt per tioårsperiod varit relativt stabil. Därav följer även att någon större skillnad mellan avkastningsvariationerna för ränterörliga och räntebundna fordringar ej förelegat.

2.3 Företagens risksituation

Vid diskussionen av förutsättningarna för och behovet av en indexlåneemarknad synes man i allmänhet ha utgått från att låntagarna, då främst i form

av företag, skulle komma att uppvisa ett mycket svagt intresse för upplåning mot indexklausul eller ställa sig direkt avvisande. Denna slutsats torde vara naturlig, om man förutsätter att det samtidigt finns tillgång till penninglån, vars räntevillkor är i stort sett desamma som indexlåns räntesatser, oberoende av riktningen och styrkan hos de på marknaden rådande förväntningarna om den framtida indexutvecklingen. Ingår i resonemanget dessutom förvisningen, att penningvärdet kommer att fortsätta att falla, måste låntagarens åtagande att via indextillägg kompensera långivarna för denna penningvärdeförsämring te sig som en onödig kostnadsbelastning, vilken kan undgås vid penninglån.

Uppfattningen att indexlåneavtal mellan privata långgivare och låntagare, konstruerade enligt de angivna premisserna, inte kan komma till stånd torde ha fog för sig. Det finns å andra sidan ingen anledning att anta, att långivarna i allmänhet skulle kräva, att placeringar i indexlån redan på förhand måste garantera dem en högre real avkastning än vad de kan vänta sig att erhålla vid de nominala placeringar, som samtidigt står dem till buds. Snarare bör hushållen vara beredda att acceptera en tänkbar avkastningsförlust i utbyte mot vissheten om sparkapitalets framtida realvärde och därmed om den levnadsstandard som de vid konsumtionen av detta kapital kan erhålla.

Spararna kan således vilja lösa sin värdesäkringsfråga via indexlån, även om indexlåneräntan är så låg i förhållande till penninglåneräntan, att penninglån skulle ge en högre real avkastning om deras förväntningar om den framtida prisnivåutvecklingen infriades. Dessa resonemang torde ha sin främsta tillämpning vid placeringar på lång sikt, då osäkerheten om penningvärdeutvecklingen bör vara störst.

I och med att det förefaller troligt, att indexlåneräntan i en fri marknad vid förväntan om framtida prisstegringar understiger penningräntan, borde låntagarnas intresse för indexlån öka. De skulle då ha möjlighet att låna upp mot indexklausul till en real räntefot, som kan understiga eller vara ungefär lika stor som den förväntade reala upplåningskostnaden vid penninglån.

Det är dock därmed inte givet att de skulle föredra indexlån. Låntagarnas behov av riskskydd torde vara mera differentierat än långivarnas. Den som har att med upplånade medel finansiera innehav av realkapital eftersträvar antagligen att hålla betalningsförpliktelserna i ett acceptabelt förhållande till tillgångarnas avkastning. Han bör därför vara mera intresserad av kontraktsheter, som minskar osäkerheten om avkastningens framtida storlek, än en garanti för skuldens framtida värde i allmänna köpkraftsenheter. I första hand antyder detta, att om man önskar eliminera de med innehav av realkapital i allmänhet förenade riskerna, träder andra kontraktsformer än penning- och indexlån i förgrunden. Aktuella blir då lån, vars värde anpassas till det individuella realkapitalföremålets värdeutveckling. Till en början gäller dock jämförelsen index- och penninglån.

Den fråga som då uppstår är om det ur företagets synpunkt generellt sett förefaller mindre riskfyllt att ha sina skulder fixerade i kronor än i en kontraktsheter, vars värde anpassas till förändringar av den allmänna konsumtionsprisnivån. Något entydigt svar på den frågan kan inte lämnas. De olika överväganden, som bygger på analysen i kap. 2.3, ger därför endast besked om under vilka förutsättningar riskfrågan kan bedömas till indexlåns resp. penninglåns fördel.

2.3.1

I bedömningen av ett företags ekonomiska situation bör normalt ingå en rad osäkra faktorer. Man har att bilda sig en uppfattning om den framtida utvecklingen av priserna på företagets produkter, arbetskraft och råvaror samt marknadsutsikterna och den tekniska effektivitetens utveckling inom företaget. Sedan bruttovinsten, dvs. intäkter minus rörliga kostnader, reducerats med kapitalkostnaderna, erhålles den förväntade nettovinsten som mått på det egna kapitalets avkastning.

En väsentlig utgångspunkt är att syftet med företagets verksamhet antas vara att finna en kombination av avkastning på det egna kapitalet och risktagandet med avseende på detta kapital, som är optimal för företaget. Värderingen av nettovinsten antas vidare ske i reala termer, varför det centrala osäkerhetsmomentet i företagets planering gäller den reala avkastningen på det egna kapitalet.

Under denna förutsättning bör företagen i princip föredra indexlån ur risksynpunkt vid lånefinansiering av realkapitalinnehav. De undviker därmed det extra risktagande, som följer av de reala kapitalkostnadernas svängningar vid en penningvärdeförändring, som avviker från vad man räknat med. Penninglån har den motsatta effekten, nämligen att ytterligare förstärka de vinst- och förlustmöjligheter, som uppstår när prisnivåförändringen avviker från den förväntade. Detta kan också uttryckas så, att låntagaren har att välja mellan *minskade* vinst- och förlustmöjligheter vid indexlån och *ökade* vinst- och förlustmöjligheter vid penninglån. Vilketdera han väljer beror av hans allmänna värdering av risker. De låntagare, som har benägenhet att tillmäta potentiella förlustmöjligheter större vikt än potentiella vinstmöjligheter (i meningen mindre resp. större real avkastning på

eget kapital än förväntat), skulle sålunda föredra indexlån, medan låntagare med den motsatta värderingen bör föredra penninglån.

Det ovanstående resonemanget gäller i första hand det fall, då osäkerheten om bruttovinstens (mätt före kapitalkostnader) och penningvärdets inbördes utveckling är total i den meningen, att något som helst samband, positivt eller negativt, inte förväntas råda mellan de båda storheternas avvikelser från den kalkylerade utvecklingen. Förväntas förskjutningar i real bruttovinst och penningvärde ske helt *oberoende* av varandra, ger således en finansiering med indexlån den minsta osäkerheten om den reala nettovinstens storlek.

Skulle å andra sidan detta samband uppfattas såsom *negativt*, dvs. ett sämre vinstutfall antas inträffa samtidigt med en oväntat stark inflation, medan en gynnsammare vinstutveckling sammanfaller med en oväntat svag eller helt utebliven prisstegring, erbjuder penninglån större möjligheter än indexlån att motverka svängningar av den reala nettovinsten. En i förhållande till förväntningarna ogynnsam bruttovinstutveckling motverkas av de i reala termer sjunkande kapitalkostnaderna, varigenom den reala (ehuru ej den nominala) nettovinsten hålles uppe. Vid en gynnsammare vinstutveckling i kombination med en oväntat låg eller utebliven prisstegring blir den reala kapitalkostnaden större än beräknat, varigenom nettovinstens stegring i reala termer motverkas.

Det motsatta resonemanget gäller när sambandet mellan bruttovinst och prisnivåutveckling förväntas vara *positivt*. Finansiering med penninglån förstärker i detta fall mycket kraftigt svängningarna i den reala nettovinsten och ökar därmed osäkerheten om dess storlek. Företag med riskaversion, som framför allt eftersträvar en säker real nettovinst

även om det sker i utbyte mot vissa vinstchanser, har de största möjligheterna att realisera denna strävan, när skuldsättningen domineras av indexlån och kapitalkostnaderna således är oberoende av prisnivåutvecklingen.

2.3.2

Av det ovanstående framgår att företagens val mellan penning- och indexlån i första hand kommer att bero av deras uppfattning om det troliga sambandet mellan bruttovinstens och prisnivåns framtida utveckling. Hur detta samband faktiskt uppfattas, kan inte avgöras annat än genom erfarenheter av företagets attityd till de båda låneformerna i en marknad.

Från allmänna utgångspunkter förefaller det dock rimligt att anta, att flertalet av förändringarna på ett företags intäkt- och kostnadssida uppvisar ett positivt samband med prisnivåutvecklingen. När det gäller sådana störningar av den samhällsekonomiska balansen, som sammanfattas i termen allmänt efterfrågeöverskott, samvarierar således i allmänhet löner, råvarupriser och omsättning. Utsikterna för en gynnsammare bruttovinstutveckling bör öka när prisstegringen blir starkare än förväntat, medan relativ samhällsekonomisk stabilitet bör ge en svagare vinstutveckling än vad som förväntas under inflytande av en förmodan om fortsatt inflation.

Andra förändringar av företagets ekonomiska situation kan dock uppträda oberoende av penningvärdets utveckling. Det gäller i första hand produktivitetsförskjutningar men även sådana förändrade marknadsförhållanden, som beror av oväntade förändringar av konsumenternas värdering av olika varor samt ökad internationell konkurrens.

Vid vissa slag av prisstegringar skulle det aktuella sambandet även kunna

vara negativt: förändringar av indirekta skatter och subventioner, allmänna produktivetsförsämringar och ett förändrat bytesförhållande gentemot utlandet. I vissa av näringslivets sektorer torde dessutom sambandet mellan bruttovinst- och prisnivåutveckling vara osäkert eller negativt, t. ex. exportindustrin och — under vissa förutsättningar — företag på marknader utsatta för prisreglerande ingrepp.

2.4 Sammanfattning

Den allmänna slutsatsen av de ovan förda resonemangen är att inom betydande delar av vårt näringsliv reallån bör kunna minska det slags risktagande som består i osäkerhet om storleken av kapitalets reala avkastning. Det utesluter inte, att det finns en rad sektorer och enskilda företag, där penninglån — eller andra slag av värdelån med olika specialindex — skulle bättre motsvara låntagarnas önskemål. Inom åter andra sektorer, t. ex. bostadsbyggandet, gäller särskilda förutsättningar för valet mellan penning- och indexlån, vilka inte täckes av den ovan sammanfattade analysen (se sid. 35 ff).

Ytterligare ett väsentligt inslag i bedömningen av penning- och reallåns inbördes riskegenskaper bör dock beaktas. Såsom framgått av det ovanstående behövs låntagaren för att föredra indexlån inte räkna med fallande prisnivå. Om differensen mellan penning- och indexlåns räntesatser ungefär motsvarar den under lånets löptid förväntade pristegringstakten och sambandet mellan variationer i bruttovinst och prisnivå uppfattas som positivt, ger indexlån ökad säkerhet om den reala nettovinstens storlek. Å andra sidan torde det aldrig kunna helt uteslutas, att en nedgång i bruttovinsten t. ex. till följd av isolerade förskjutningar av efterfrågan, produktionssvårigheter etc. inträffar

samtidigt med en oväntat snabb uppgång av prisnivån. Det kan medföra så kraftiga påfrestningar, att återbetalningsförmågan sätts i fara. Såvida inte det egna kapitalet kan utnyttjas eller andra kreditmöjligheter står till buds, uppstår en risk för förlust av hela det egna kapitalet i samband med likvidation eller konkurs.

Samma situation kan givetvis uppstå vid finansiering med penninglån, om vinstutvecklingen blir avsevärt sämre än förväntat. Men om möjligheterna för framtida kraftiga prisfall bedöms såsom mycket små eller helt uteslutes, medan snabba inflationsförlopp tillmätes en viss sannolikhet, inrymmer indexlånefinansiering en riskfaktor, som inte finns vid penninglån. Skillnaden ur risksynpunkt mellan penning- och indexlån blir således att indexlån kan reducera osäkerheten om vinstens reala storlek vid smärre avvikelser från vad som är den förväntade utvecklingen, medan penninglån minskar risken för stora förluster vid inte särskilt troliga — men ändå möjliga — mera extrema avvikelser från denna utveckling. Det är därvid tänkbart, att risken för stora förluster vid valet av upplåningsform tillmätes långt större vikt än möjligheterna att reducera osäkerheten om den reala nettovinstens storlek.

Intressekonflikter vid indexlån

Det är givetvis inte möjligt att avgöra hur dessa olika faktorer kommer att samverka vid valet av låneform. För många företag, där inslaget av främmande kapital är litet, kan de negativa egenskaperna hos indexlån spela mindre roll. Det förefaller dock antagligt, att företagen kan komma att inta en avvaktande attityd till en ny och oprövad låneform, vars egenskaper i vissa avseenden avviker från vad man är van vid. Det behöver inte betyda att man

helt avvisar indexlån; det kan ta sig uttryck i en benägenhet att företa endast en del av upplåningen mot indexklausul. Andra lösningar är att indexklausulens giltighet begränsas (se sid. 20). De största problemen vid indexlånefinansiering kan uppstå för företag, vars förväntade nettovinst är liten i förhållande till kapitalkostnaderna och där det egna kapitalet endast med svårighet kan lösgöras. En stor och betydelsefull låntagarkategori, som uppfyller båda dessa villkor, är innehavarna av bostadsfastigheter.

Det bör tilläggas, att här endast diskuterats privata subjekt som långgivare och låntagare. När det gäller staten, torde motiven för dess engagemang böra diskuteras från något andra utgångspunkter. För andra offentliga subjekt, dvs. i första rummet kommunerna, borde indexlån även ur risksynpunkt te sig fördelaktiga i och med att kommunernas återbetalningsförmåga i stor utsträckning sammanhänger med skatteunderlagets tillväxt. Ett positivt samband mellan skatteinkomster och allmän prisnivå torde därvid i allmänhet vara säkerställt.

Det bör slutligen erinras om att den intressekonflikt, som otvivelaktigt skulle kunna uppstå mellan låntagares och långgivares val av låneform, inte behöver vara större än att den kan överbryggas av prissättningen på de prestationer, som avtalas. I själva verket torde en utjämning av parternas risktagande kunna ses som en av huvuduppgifterna för en väl utvecklad kreditmarknad. Detta uttryckes främst i den struktur av räntesatser på skilda nivåer, som idag existerar och som har till syfte att särskilja avtal med olika risk till följd av säkerhetens art, kontraktets längd osv. Därvid bör särskilt uppmärksammas att långgivarnas benägenhet att söka sig till indexlån

kraftigt bör stimuleras och räntan på indexlån ytterligare sjunka, om de delar låntagarnas penningvärdebedömning och således som den största risken ser en långt snabbare inflation än förväntat. Vinstmöjligheterna vid penninglån genom en svag eller utebliven inflation är alltså begränsade, medan förlusterna vid en kraftig inflation kan bli betydande.

Kapitel 3. Indexlåns konstruktion

Den typ av värdelån, som i detta betänkande huvudsakligen varit föremål för studium, är s. k. obegränsade reallån. Därmed menas kontrakt, vars värdeenheter utgöres av en allmän köpkraftsenhet, som tillämpas utan begränsningar. De avtalade prestationerna är således vid varje tidpunkt bestämda i realer. Det innebär att ränte- och amorteringsbelopp någorlunda kontinuerligt anpassas till alla variationer av kontraktsenhetens nominala värde, dvs. vad som allmänt brukar kallas prisindex. I praktiken åstadkommes detta genom att kapitalbelopp och ränta omräknas med hjälp av prisindex. Vid annuitetslån blir annuiteten i dess helhet indexreglerad. Amorteringar måste beräknas som en viss kvotdel av det ursprungliga kapitalbeloppet, sedan det uppräknats medelst prisindex.

3.2.2—3

Olika slag av begränsningar kan göras i indexklausulens giltighet. En närmast av bekvämlighets skull föranledd inskränkning av dess omfattning åstadkommes, om indexregleringen inskränkes till att endast gälla kapitalskulder. Räntebetalningarna beräknas således på det ursprungliga eller nominella lånebeloppet varigenom uträkningsförfarandet förenklas. En annan av praktiska skäl införd begränsning är villkoret att

endast pristalsförändringar av en viss storlek skall påverka ränte- och amorteringsbeloppens storlek. Även här är således syftet att undgå alltför täta omräkningar av utbetalningarna.

3.2.4

En begränsning av indexlånens reala innehåll med ett mera långtgående syfte är att endast delvis anpassa kapitalskulden till indexförändringarna. I Finland är det vanligt, att indexklausulen avser hälften av den under lånetiden inträffade prisstegringen. Det innebär, att villkoret för ett lån i den ena kontraktsenheten är att ett lika stort lån upptas i den andra kontraktsenheten. Dessa lån kallas 50-procentiga indexlån.

Dylika partiella indexlån skulle kunna fylla ett behov för sådana subjekt, som av olika anledningar vill fördela sina tillgångar resp. skulder mellan penning- och indexlån. Det bör dock observeras, att det med partiella indexklausuler förenade syftet även kan uppnås genom en blandning av obegränsade reallån och nominallån. Om tillgångar och skulder kan ges en önskad sammansättning med avseende på reala och nominala kontrakt, skulle behovet av lån med två kontraktsenheter minska. När man har möjlighet att blanda obegränsade reallån och obegränsade penninglån blir dessutom den individuella valfriheten med avseende på de ur avkastnings- och risksynpunkt lämpligaste kombinationerna väsentligt större. Huruvida partiella indexlån kommer att uppstå i någon större utsträckning kan således bl. a. bero av funktionssättet hos en dubbel kreditmarknad och möjligheten att fritt välja låneform.

3.2.5

Ett annat sätt att begränsa indexklausulens omfattning är att fastställa ett

visst belopp i kronor, vartill låntagarens återbetalningsskyldighet begränsas. Kapitalskulden anpassas då till indexförändringar av en viss sammanlagd storlek. Lånet erhåller således ett nominalt "tak", som består av ett visst indextal. Sedan detta indextal passerats, fungerar lånet som ett penninglån. Utbetalningarnas storlek påverkas således inte av pristalets förändringar. Detta gäller dock endast i det fall, att indexklausulen är uppåtriktad. Skall lånets nominala värde anpassas även till fallande index, övergår lånet från den nämnda tidpunkten till att bli ett nedåtriktat indexlån.

Det enda svenska indexlånet av betydelse, emitterat av Kooperativa Förbundet år 1952, innehåller en dylik begränsning av återbetalningsskyldigheten. Låntagaren förbinder sig att ersätta långivarna för penningvärdets fall med ett belopp, som utgör högst 50 % av lånets nominella värde.

Indexlån kan också förses med ett nominalt "golv" i och med att låntagaren förbinder sig att alltid inlösa lånet till dess ursprungliga nominella värde. Det betyder, att en under lånetiden inträffad uppgång av penningvärdet inte påverkar utbetalningarnas storlek i kronor.

En maximering av återbetalningsskyldigheten torde dock bli den i praktiken mest intressanta. För de låntagare, som hyser tvivel om sin återbetalningsförmåga vid en stark inflation, skulle i sådant fall indexmaximeringen ge ett visst riskskydd samtidigt som lånets räntesats kunde sättas lägre än vid penninglån. Svårigheterna med detta slags indexlån är att de sedan »indextaget» passerats torde bli föga eftertraktade, eftersom i fortsättningen endast justeringar nedåt av kapitalbeloppet är möjliga. Ur likviditetssynpunkt har indexobligationer med »tak» således den

nackdelen att de efter en tid antagligen endast med svårighet kan realiseras före inlösningstidpunkten.

3.2.7

Ovan har förutsatts, att den i anledning av indexklausulen uppkomna compensationen för penningvärdets fall (vilken med en i andra sammanhang utnyttjad term kan kallas *index-tillägg*) utgör en upplupen men under kontraktperioden ej realiserbar fordran. Det för varje period registrerade *index-tillägget* sammanföres således med kapitalskulden och utbetalas i samband med lånets inlösen eller i den ordning, som föranledes av amorteringsplanen. Denna konstruktion kan benämnas lån med kapitaliserat *index-tillägg*.

Det är dock möjligt att utforma indexklausulen på så sätt, att det för varje period registrerade *index-tillägget* omedelbart förfaller till betalning och utbetalas i samband med räntelikviden. Enklast kan detta beskrivas så, att *index-lånet* utöver den nominella räntesatsen har en *tilläggsräntesats* per år, vars storlek beror av den under året inträffade prisstegringen i procent.

I princip måste denna *indexlån*-konstruktion betraktas som ett obegränsat *indexlån* med den reservationen, att räntan inte blir föremål för indexreglering, eftersom den beräknas på en nominalt fixerad kapitalskuld. För att lån med årligen utbetalade *index-tillägg* skall kunna likställas med en garanti för tillgångens realvärde på längre sikt, krävs dock att *index-tilläggen* kontinuerligt kan omplaceras i indexreglerad form.

För låntagarna kan låneformen medföra en likviditetspåfrestning i förhållande till lån med kumulerade *index-tillägg*. Vid exceptionellt starka och kortvariga prisstegringar kan således betalningssvårigheter uppstå, såvida intäk-

terna inte uppvisar stor följsamhet med prisnivåns förändringar.

Det är därför tänkbart, att krav på begränsningar av indexklausulens giltighet uppstår. Dessa begränsningar kan utformas på två sätt. Å ena sidan behöver de endast innebära, att låntagarens betalningsskyldighet uppskjutes i tiden, dvs. i princip till det år då *index-tillägget* inte är större än att tidigare och under året upplupna *index-tillägg* inrymmas under en viss övre gräns för den årliga räntans storlek. Detta arrangemang kan dock leda till att lånet i själva verket kommer att fungera som ett lån med kapitaliserade *index-tillägg*. Å andra sidan kan låntagaren helt befrias från återbetalningsskyldighet för den del av det årliga *index-tillägget*, som överstiger ett visst procenttal. Därmed försämras lånets värdesäkringsegenskaper avsevärt i och med att långivaren inte erhåller det skydd mot särskilt stora och snabba prisstegringar, som kan vara huvudmotivet för att han söker sig till *indexlånemarknaden*.

Skälen för att undvika en kapitalisering av upplupna *index-tillägg* torde främst vara av praktisk art. Sålunda undanröjes härmed en rad av de tekniska svårigheter, som är förenade med *indexlån*s skattemässiga behandling. Vidare kan med en nominalt fixerad kapitalskuld ur diskussionen avföras de problem, som är förenade med indexreglerade *inteckningar*.

3.3 Lån med specialindex

Analysen av reallåns riskegenskaper har efterlämnat en viss tveksamhet rörande deras attraktionskraft för företag, som vid upplåning har att välja mellan penninglån och lån reglerade med konsumentprisindex. Därför har undersökts huruvida någon annan kontraktsenhet kan erhållas, som bättre reducerar riskerna vid lånefinansiering

av realkapital. Två förutsättningar bör föreligga. Dels måste dessa lån ge även långivarna en viss grad av värdesäkring, om de skall föredras framför penninglån. Dels måste en prisindex eller något annat regleringstal existera, som på ett tillförlitligt och för båda parter acceptabelt sätt kan tillämpas för fastställandet av kapitalskuld och räntebetalningar.

De undersökningar som utförts visar dock, att dessa två förutsättningar mycket sällan kan samtidigt uppfyllas, när man avlägsnar sig från konsumentprisindex som regleringstal. Partiprisindex, som utnyttjats för konstruktionen av indexlån bl. a. i Finland, är visserligen tekniskt enkel att tillämpa men lider av svagheten att förete starka svängningar. Övriga tänkbara regleringstal, såsom delindex ur partipris- eller konsumentprisindex, enstaka produktpriser samt fastighetsvärden, brister samtliga i båda de nämnda förutsättningarna. Visserligen kan det tänkas fall, där det ur låntagarens synpunkt vore en fördel att erhålla lån med olika specialindex. Indextalens otillförlitlighet i kombination med det ringa skydd mot penningvärderisken, som beredes långivarna, gör det dock inte troligt att sådana avtal i någon större omfattning kommer till stånd. Sitt egentliga användningsområde skulle de kunna ha i fall, där både långivare och låntagare utgöres av företag.

3.3.5

Utomlands förekommer i olika sammanhang en låneform, som kallas *participating debentures* eller *vinstandelslån*. (Vinstandelslån har i Sverige inte emitterats sedan mer än 30 år.) Deras främsta fördel ur det emitterande företags synpunkt är att betalningsförpliktelserna direkt anknys till företags ekonomiska resultat, dvs. vinsten.

I allmänhet torde de konstrueras så, att de i allt väsentligt fungerar såsom aktier — med undantag för ett bättre förmånsläge och (eventuellt) en nominal räntegaranti. Den utgående räntan anknys till utdelningsprocenten på företags aktier. För syftet att bereda spararna skydd mot penningvärderisker torde de därmed i stort sett fylla samma syfte som aktier. Det bör dock observeras, att det för låntagarna i en kreditmarknad med fri tillgång både till penning- eller indexlånemarknader och aktiemarknad knappast kan te sig meningsfullt att använda sig av vinstandelslån. Om däremot övriga krediter ransoneras men vinstandelslånen får emitteras fritt kan de tänkas förekomma som ett substitut för aktier. Ett särskilt incitament till emissioner av vinstandelslån skulle uppstå, om räntan i motsats till aktieutdelning blev avdragsgill kostnad. På samma sätt kan särskilda begränsningar i innehavsrätten av aktier för vissa kapitalplaceringar göra vinstandelslån attraktiva i en ransonerad kreditmarknad.

Sammanfattningsvis kan sägas, att det i princip bör ankomma på kreditmarknadernas parter att söka sig fram till de kontraktsheter, som bäst tillgodoser deras intressen och behov. Statens möjligheter att skapa de institutionella förutsättningarna för ett val mellan ett stort antal olika kontraktsheter är dock begränsade. Skattefrågans lösning torde sålunda förutsätta klart definierade indexklausuler. Likaså kräver indexreglerade inteckningar entydiga och lätt åtkomliga indextal. Dessutom kan tvekan uppstå om det ur penningpolitisk synpunkt rationella i att erhålla en kreditmarknad med en mångfald kontraktsheter.

Om målet antas vara att i första hand minska de risker, som föranledes av osäkerheten om den framtida penning-

värdeutvecklingen, måste valet falla på reallån. Det är dock inte säkert, att detta mål kan realiseras med samma medel som dem, vilka krävs för att eliminera företagens risktagande vid innehav av lånefinansierat realkapital.

3.4 Regleringsindex vid reallån

Även om reallån, enligt vad ovan sagts, torde vara den mest ändamålsenliga formen av värdelån, när syftet är att tillgodose behovet av värdesäkring, synes konsumentprisindex inte reservationslöst kunna förordas som värdemätare vid långtidskontrakt. Det är framför allt i två avseenden, som indexlånens regleringstal kan behöva modifieras i förhållande till konsumentprisindex: vid förändringar i de indirekta skatterna (och subventionerna) samt vid inflation till följd av en allmän nedgång i näringslivets produktivitet.

3.4.2

Lån reglerade med konsumentprisindex kommer att till sitt innehåll påverkas av förändringar av de indirekta skatterna. För långivarna bör detta ses som en konsekvent utformning av riskskyddet. Eftersom realkapitals värde i princip ej påverkas av indirekta skatters förändringar, är det däremot ett låntagarnas intresse att lånen regleras med en index, som inte påverkas av indirekta skatter och subventioner.

De utredningar som företagits angående möjligheterna att rensa konsumentprisindex från indirekta skatter och det förslag till en nettoprisindex, som därvid framlagts, ger dock inte besked om det är möjligt att konstruera en sådan index, användbar vid låneavtal. En annan möjlighet är att direkt i avtalet inskriva att förändringar av t. ex. den allmänna varuskatten inte skall påverka avtalets innehåll.

3.4.3

Även om låntagarna i allmänhet skulle kunna acceptera indexreglerade lån, kan de vilja begränsa sina åtaganden att infria indexklausulens förpliktelser vid sådana prisstegringar, som inte sammanhänger med högkonjunktur och ett allmänt högt efterfrågetryck. Det gäller s. k. knapphetsprisstegringar i samband med en allmän produktivetsförsämring, och prisstegringar till följd av försämrade bytesrelationer med utlandet.

En automatisk anpassning av låntagarens förpliktelser i dylika situationer skulle uppnås, om lånen regleras med två alternativa index, dels konsumentprisindex, dels en genomsnittlig inkomstindex. Lånets värde skall därvid anpassas till den index, som för varje period stigit minst. Indexlånen blir därmed begränsat värdebeständiga, eftersom de har en nedåtriktad standardföljksamhet. I och med att denna klausul träder i kraft endast vid en direkt ogynnsam samhällsekonomisk utveckling borde den kunna accepteras av långivarna, samtidigt som den ger låntagarna ett skydd mot risken för särskilt stora förluster.

Praktiska svårigheter föreligger dock att realisera denna tanke. Den enda användbara index är timlönen inom industrin. Denna kan visserligen accepteras såsom mätare på produktivetsutvecklingen men har den mindre tilltalande egenskapen att registrera lönenivån med en i förhållande till konsumentprisindex stor tidsmässig eftersläpning. En snabbare redovisning av lönenivåns förändringar vore därför önskvärd för detta ändamål.

Möjligt är även att använda på olika sätt begränsade indexlån för att reducera låntagarnas förlustrisker i ekonomiska krissituationer. Dessa lån har dock den nackdelen, att de begränsar

värdegarantin oberoende av prisstegringens orsaker, varför riskskyddet måste köpas till priset av väsentligt högre räntor än vid obegränsade reallån med den ovan angivna nedåtriktade standardföljsamheten. Bäst lämpat för detta ändamål torde i sådant fall vara lån med ett maximerat återbetalningsbelopp.

3.5 Aktier ur värdesäkringssynpunkt

Aktier betraktas allmänt som en form av realkapital, därtill det enda slag av realkapital, som är delbart i små enheter och därför kan förekomma även i normalhushållets tillgångar. En utredning av värdesäkringsfrågan kan sålunda inte förbigå aktien och dess möjligheter att erbjuda ett skydd mot penningvärderisker. Först bör då observeras, att aktier allfort synes vara en exklusiv placeringsform bland hushållen. Även om de olika undersökningarna av aktieägandets struktur är behäftade med en viss osäkerhet, kan man dock förmoda att aktieäggande förekommer bland mindre än 10 % av de svenska hushållen. Dessutom är inslaget av aktier långt mindre i smärre förmögenheter än i stora förmögenheter.

Genom olika undersökningar har belysning erhållits av följande frågeställningar: 1) Sambandet kursutveckling-penningvärdeförsämring 2) Den reala aktieavkastningens fluktuationer på kort och lång sikt 3) Möjligheterna att sammansätta ur värdesäkringssynpunkt effektiva portföljer 4) Den reala aktieavkastningens höjd.

3.5.2

När det gäller den första frågan är det lätt att konstatera, att index för aktiekurserna och konsumentpriserna över längre perioder, dvs. i allmänhet mer

än tio år, visar en mycket god följsamhet. Även teoretiska överväganden pekar mot slutsatser i denna riktning. Däremot kan aktiekursnivån på kort sikt genomgå betydande fluktuationer (diagram 3:3).

3.5.3

Fråga nr 2 har studerats mot bakgrunden av olika empiriska iakttagelser rörande avkastningsutvecklingen på den svenska aktiemarknaden främst under 1950-talet. Sett år från år har avkastningen för de individuella aktierna genomgått stora förändringar. Avkastningen för hela perioden varierar mycket starkt mellan olika typer av aktier. Normalhushållens möjligheter att själva sammansätta ur värdesäkringssynpunkt effektiva portföljer måste därför betecknas som små i och med att en tillfredsställande avkastningsstabilitet erhålles först vid en stor spridning över marknadens olika aktieslag. Genom en sammanlagring av många hushålls aktieplaceringar i kapitalförvaltande institut av olika slag — försäkringsbolag, aktiestiftelser och investmentbolag — kan dessa variationer dock utjämnas. Däremot är det tydligt, att aktieavkastningen varit hög i förhållande till avkastningen på andra finansiella placeringar. Beräkningarna visar att den reala aktieavkastningen för de större börsnoterade företagen under hela 1950-talet legat på en nivå, som många gånger överstigit den reala avkastningen på t. ex. statsobligationer.

3.5.4

Frågan om aktier och indexlån är likvärdiga ur värdesäkringssynpunkt kan inte ges ett entydigt svar. Såväl det empiriska materialet som teoretiska överväganden visar att sambandet mellan aktiemarknadens kursutveckling och

prisnivåutvecklingen är positivt, sedan väl tillfälliga fluktuationer utjämnats. Samtidigt uppvisar de individuella aktiernas avkastning en betydande spridning kring genomsnittsvärdet även på lång sikt. Det faktiska utfallet av en aktieportfölj beror sålunda i väsentlig mån på hur den är sammansatt.

Om man vill ställa samma krav ur risksynpunkt på aktier som på indexlån betyder det, att den reala avkastningen bör vara säker i den meningen att dess storlek kan på förhand anges. En sådan information kan knappast erhållas vid aktieplaceringar, även om perspektivet är relativt långsiktigt. Detta gäller med särskild styrka om antalet aktietyper, som ingår i portföljen, är litet.

Den tendens till stark samvariation mellan förskjutning av individuella aktiers avkastning, som den svenska aktiemarknaden uppvisar, gör det dessutom troligt, att inte heller avkastningen på stora och väl differentierade portföljer kan med säkerhet förutses i den meningen, att den vid tidpunkten för portföljens sammansättning rådande genomsnittliga avkastningsnivån kan väntas bestå. De tillfällen då olika delar av aktiemarknaden visat olikriktade och bestående förskjutningar av kurser och utdelningar synes sålunda vara sällsynta.

Å andra sidan måste större portföljer antas reducera risktagandet i förhållande till ensidigt sammansatta portföljer, där bristande solvens hos ett enda företag med åtföljande totalförlust drastiskt försämrar hela avkastningsresultatet. Det är i detta fall närmast fråga om en skaleffekt; enstaka felspekulationer minskar i relativ betydelse med spekulatiöns totala omfattning.

Vid korttidsplaceringar inträder en riskfaktor som inte synes kunna elimineras ens i stora portföljer: de stora fluktuationerna av såväl genomsnittskurs som individuella kurser över tiden.

Den reala avkastningen för aktier uppvisade sålunda enligt beräkningarna i avsnitt 5.3 årliga förändringar som är större än variationerna i penninglåns reala avkastning för samma år.

Det bör tillfogas, att de återgivna slutsatserna givetvis endast gäller under det ofrånkomliga förbehållet, att framtiden kan erbjuda andra förutsättningar för aktiemarknadens kursbildning och avkastningsförhållanden. Den period som studeras i det empiriska materialet är förhållandevis kort, samtidigt som den präglats av måhända exceptionellt goda konjunkturer.

Aktiemarknadens utveckling

Studiet av aktiemarknadens avkastningsförhållanden ger också ett visst underlag för en bedömning av huruvida införandet av indexlån skulle i någon större utsträckning kunna påverka efterfrågan och därmed prisutvecklingen på aktiemarknaden. I fråga om avkastningsnivå och risktagande i allmänhet torde indexlån komma att ligga betydligt närmare penninglån än flertalet industriaktier. Det kan med andra ord göras gällande, att avkastningen på aktier, åtminstone så långt efterkrigstidens erfarenheter visat, redan ligger så högt i förhållande till en hypotetisk realränta på kreditmarknaden, att placeringsomläggningar i större skala inte behöver äga rum.

Däremot är det tänkbart, att en eventuell ökning av aktieefterfrågan som ett resultat av nya gruppers uppträdande på marknaden kommer att utebli. Det skulle i så fall vara den fortsatta utbredningen av aktieägandet till ett större antal hushåll, som kan avsakta genom indexlåns uppkomst. Deras fördel är att de gör det möjligt att värdesäkra även den lilla förmögenheten utan att dess likviditetsegenskaper försämrats.

Kapitel 4. Indexlån och den ekonomiska politikens mål

Bevarandet av penningvärdet är ett ekonomiskt-politiskt mål av hög angelägenhetsgrad. I likhet med de flesta begrepp, som upphöjts till politiska mål, innehåller penningvärdemålsättningen en rad olika syften. Det mest näraliggande är att i möjligaste mån undvika osäkerhet i det ekonomiska livet. Ovissheten om långfristiga avtals reala innebörd kommer därvid i förgrunden. Här till anknyter värderingen, att förskjutningar av inkomst- och förmögenhetsstrukturen bör ske genom en medveten och av medborgarna önskad omfördelningspolitik och inte genom (ej avsedda) förändringar av penningvärdet.

Det kan vidare hävdas, att vårt internationella handelsutbyte, vår valutasiuation och därmed vår levnadsstandard kommer att försämrats, om den inhemska prisutvecklingen får ett starkare inflationistiskt inslag än våra handelspartners. Ett uttryck för beroendet av utländska förhållanden i detta avseende utgör de internationella avtal, vari Sverige beskurit sin handlingsfrihet i fråga om valutakursförändringar.

Dessutom torde det vara uppenbart, att de samhällsekonomiska balansrubbnings, varpå penningvärdeförändringar är ett symptom, i sig är negativa företeelser. Härmed avses främst tendenser till desorganisation inom produktionen och svårlösta balansproblem på vissa delmarknader, t. ex. arbetskrafts- och råvarumarknaderna. En politik med stabilt penningvärde som sammanfattande mål är således samtidigt ett led i strävandena att öka produktionens effektivitet och den ekonomiska framstegstakten.

Samtidigt kan en fortgående penningvärdeförsämring — eller förväntningarna om en fortsatt sådan — ha

destabiliserande verkningar. Det personliga sparandet bör i längden påverkas i negativ riktning eller i vidgad omfattning ta sikte på realvärden. Investeringsbenägenheten kan å andra sidan stimuleras av prisstegringsförväntningarna med åtföljande möjligheter till »inflationsvinster». En av alla väntad prisstegring leder också till en strävan från olika grupper att kompensera sig härför. Inbördes oförenliga krav med avseende på det för inkomststegringar tillgängliga reala utrymmet kan därvid uppstå.

Innebörden av indexlån

Indexlån undanröjer otvivelaktigt vissa av de motiv, som nu föreligger för ett stabilt penningvärde. De kan således reducera eller i gynnsamma fall helt undanröja den osäkerhet om kreditavtals reala innehåll, som följer av ovissheten om det framtida penningvärdet. De torde också kunna eliminera de inkomst- och förmögenhetsförskjutningar, som uppstår vid penninglån till följd av icke förväntade penningvärdeförändringar (se nedan sid. 27 ff). Vidare är det tänkbart, att indexlån minskar penningvärdeförsämringens negativa konsekvenser för sparandets omfattning och investeringsurvalet.

Övriga motiv för en effektiv stabiliseringspolitik kvarstår dock. De gäller framför allt omsorgen om vår internationella betalningssituation och en tillfredsställande ekonomisk framstegstakt. Visserligen är det svårt att bedöma hur avvägningen mellan de olika motiven för ett stabilt penningvärde faktiskt sker, men det synes ändå föga troligt att uppkomsten av en indexlåneemarknad, som till följd av rent institutionella begränsningar måste kvarlämna ett betydande utrymme för penningvärdeosäkerhet även vid låneavtal, skulle

i märkbar mån rubba det av alla grupper omfattade önskemålet om ett stabilt penningvärde.

Å andra sidan kan man inte bortse från möjligheten att införandet av indexlån, där staten står som initiativtagare, av allmänheten kan uppfattas som om statsmakterna betraktar en fortsatt penningvärdeförsämring (inom vissa gränser) som oundviklig. Huruvida denna uppfattning uppstår beror dock i väsentlig mån på utformningen av statens politik visavi indexlån. Det bör sålunda observeras, att om staten övergår till indexlån i sin upplåning och därmed förbinder sig att kompensera sina långgivare för penningvärdets fall detta snarare borde tolkas som att statens tilltro till sin förmåga att bevara penningvärdet ökat. (Den motsatta tolkningen ligger närmare till hands om staten, även efter det att en indexlåne-marknad uppkommit, fortsätter att låna på penninglåne-marknaden.)

4.1.2

I och med att man måste räkna med att staten i sin räntepolitik inte kan uppträda som om penningvärdet alltid skulle vara konstant utan i stället bör hålla en viss differens mellan penning- och realräntan (ang. skälen härför, se sid. 61 nedan), medför indexlån å andra sidan att möjligheten av ett på lång sikt fallande penningvärde uppenbaras för allmänheten. Skulle detta innebära, att medborgarna i gemen finner att tron på ett oföränderligt penningvärde är en illusion, kan det under vissa förutsättningar påverka deras ekonomiska handlande. Frågan om hur ökade inflationsförväntningar — vilket i långsiktsperspektivet är liktydigt med en räntesänkning — påverkar hushållens och företagens beteende skall nedan behandlas.

Den sistnämnda konsekvensen kan

dock inte utan reservationer betraktas som negativ. Ur välfärdspolitiska synpunkter ter det sig knappast nödvändigt, att människors förväntningar gäller ett på längre sikt *oförändrat* penningvärde. Väsentligare är, att förväntningarna är *realistiska*, att människorna handlar under så sanna premisser som möjligt och att de undgår de besvikelser, som icke realiserade förväntningar innebär. Det bör tilläggas, att detta icke innebär att kravet på ett stabilt penningvärde får eftersättas. En »lagfast» eller säker inflation är således inte eftersträvansvärd, även om därmed osäkerheten om penningvärdeutvecklingen kunde undanröjas.

Det kan därför inte utan supplerande argument påstås, att ett genom indexlåne-ns uppkomst »rubbat förtroende» för penningvärdets framtida stabilitet utgör ett skäl *mot* införandet av indexlån. De som hävdar, att staten oberoende av realismen i sin attityd måste uppträda som om penningvärdet aldrig kan förändras, torde för övrigt överskatta konsekvenserna av en dylik förtroendekris. Även om stabiliseringspolitikens effektivitet skulle komma att väsentligt ökas, förefaller det inte troligt, att den ekonomiska politiken under överskådlig tid skulle nå en sådan perfektion, att fullständig visshet kan råda om den framtida penningvärdeutvecklingen.

4.1.3

Även om uppkomsten av en indexlåne-marknad inte skulle ge upphov till någon märkbar förändring av allmänhetens attityd till penningvärdeutvecklingen och dess konsekvenser, är det dock möjligt att hävda, att införandet av indexlån kan vara ett incitament till indexregleringar inom andra områden av samhällsekonomi. Bilden av ett helt indexreglerat samhälle frammanas där det såväl för staten som den enskilde

medborgaren är av föga intresse hur den allmänna prisnivån utvecklas.

Först bör då sägas, att uppkomsten av indexlån knappast kan ses som en innovation i den meningen, att härigenom idén om indexreglerade avtal introduceras. I olika sammanhang av stor betydelse förekommer redan nu indexklausuler. Det gäller främst på den statliga pensioneringens område, där såväl folkpensionerna som den allmänna tilläggspensionen är föremål för en automatisk värdesäkring. Även inom andra delar av socialpolitiken framföres ofta argument för en direkt indexreglering, t. ex. beträffande de allmänna barnbidragen. I jordbrukets långtidsavtal ingår vidare olika slag av indexklausuler. Även i många privata avtal ingår indexklausuler. I s. k. entreprenadkontrakt synes det sålunda vara brukligt att ta hänsyn till förändringar i kostnadsläget under avtalsperioden.

I första hand synes man dock mena, att indexlånen skall sprida »indextankandet» till löneavtalsområdet och andra former av kortfristiga avtal inom näringslivet. Först bör då erinras om de två huvudmotiven för en indexreglering av låneavtal: den långa avtalsperioden resp. trögheten i penningrätans anpassning till prisnivåförändringar. Löneavtal har dock inte dessa egenskaper. Eftersom något automatiskt samband mellan indexreglering på låne marknaden och indexklausuler i löneavtal ej existerar, borde, så länge arbetsmarknadens parter använder relativt korta avtalsperioder, det avgörande vara att dessa parter hittills ej ansett sig vara betjänta av indexreglerade avtal.

Det enda område av betydelse, där reala tänkesätt skulle kunna aktualiseras till följd av indexlånens uppkomst, är beskattningen. Här föreligger ett direkt samband i så måtto, att införandet

av indexlån reser frågan hur den som ersättning för penningvärdets fall utgående kompensationen skall behandlas ur skattesynpunkt. Skulle en real beskattning införas på kapitalinkomsternas område, föreligger givetvis möjligheten, att krav uppstår på liknande förändringar för övrig inkomstbeskattning.

4.2 *Förmögenhetsfördelningen*

I den offentliga debatten i värdesäkringsfrågan har möjligheterna att med indexlån undgå den förmögenhetsöverföring, som vid inflation sker från långgivare till låntagare, fått en framträdande plats. Ofta synes man därvid mena, att hela den reala förmögenhetsförlust, som drabbar långivarna vid penninglån och inflation, egentligen borde ha undgåts om man blott haft stabilt penningvärde. Det betyder med andra ord att man utgår från att penningrätans höjd är oberoende av om inflation förekommer eller ej.

4.2.2

Helt säkert är detta dock icke. Antag att man i en fri kreditmarknad, där penningrätan tillåtits stiga upp till jämviktsnivån, från stabilt penningvärde övergår till att ha en fortskridande penningvärdeförsämring. Om i samband därmed penningrätan höjes med så många procentenheter, som motsvarar den årliga prisstegringstakten, påverkas långivares och låntagares inbördes förmögenhetsstatus inte av penningvärdets försämring. Långivarna lider vissa reala förmögenhetsförluster i den tidigare angivna meningen men deras reala tillgångar blir lika stora som i det fall att penningvärdet (och räntenivån) varit konstant tack vare att tillgångarnas värdeminskning motverkas av högre ränteinkomster.

Det torde vara uppenbart, att en för-

utsättning för att detta skall uppnås är att prisstegringarna kan korrekt och i tid förutsägas av kreditmarknadens parter. Förutses inflationen allmänt, måste således räntenivån i en jämviktsmarknad vara högre när inflation inträffar än när stabilt penningvärde råder. Förutses inflationen inte eller endast i begränsad utsträckning, inträffar vid inflation en förmögenhetsöverföring från borgenärer till gäldenärer, som inte uppträder vid stabilt penningvärde. Orsaken är då att realräntan — ehuru inte nödvändigtvis penningräntan — understiger räntenivån vid konstant penningvärde i samma mån som inflationen är icke förutsedd. Om man därför gör gällande, att den typ av förmögenhetsöverföringar vid inflation, som det synes angeläget att undanröja, är den icke förväntade och därmed icke avsedda förmögenhetsomfördelningen, torde detta överensstämma med allmänt omfattade rättviseföreställningar. Det kan också tolkas så, att man accepterar omfördelning av välstånd endast när den är resultatet av en medveten politik och inte orsakas av att medborgarna — eller vissa grupper av medborgare — varit omedvetna om penningvärdeförsämringens existens och/eller konsekvenser.

Situationen blir delvis annorlunda i en reglerad kreditmarknad, där penningräntan inte tillåts stiga till jämviktsnivån utan (onormal) kreditransonering förekommer. Om i ett dylikt läge inflation inträffar, torde det alltid vara möjligt att hävda att orsaken till den balansrubbing, som i sin tur orsakar inflationen, är en alltför låg realräntenivå.

Jämförelsenormen är då samma ekonomi, när antingen inga balansstörningar uppstår eller balans skapas genom kontinuerligt genomförda räntehöjningar. Rent definitionsmässigt föl-

jer, att realräntenivån i detta fall är högre än när regleringar och kreditransonering utnyttjas för att förhindra räntestegringar och samtidigt efterfrågeöverskottet tillåtes få inflatoriska verkningar genom frånvaron av andra efterfrågereducerande åtgärder.

I en reglerad kreditmarknad med efterfrågeöverskott måste sambandet mellan allmänhetens inflationsförväntningar och penningräntans höjd vara mindre direkt än i en jämviktsmarknad. Men det är ändå troligt, att de regleringspolitiska ingreppen och andra hinder för en ränteanpassning måste förstärkas, om inflationen allmänt förutses. Man kan därför anta, att räntenivån även i detta fall visar en stigande tendens om allmänhetens förväntningar inriktas på ett fallande penningvärde.

4.2.3

Av det ovanstående torde följä, att indexlån synes ha de största utsikterna att undanröja den typ av förmögenhetsomfördelning vid föränderligt penningvärde, som inträffar till följd av att penningvärdets förändringar ej kunnat förutses. Däremot kan indexlån inte påverka den andra typen av omfördelning, som beror av en »alltför låg» räntenivå. Även i en indexlåneemarknad måste det sålunda vara möjligt att upprätthålla en (real) räntenivå, som avviker från jämviktsräntan och därmed orsakar inflation.

I ett samhälle med indexlån och inflation kan förmögenhetsfördelningen inte utvecklas på samma sätt som om penningvärdet varit stabilt, i och med att förutsättningen för en dylik stabilitet är en högre realräntenivå. Den kommer dock att ha samma utseende som om penningvärdeförsämringen varit korrekt förutsedd av alla parter; ett villkor som knappast kan uppfyllas vid penninglån. Indexlåneens

konsekvenser för förmögenhetsfördelningen följer således av deras grundläggande egenskap att undanröja osäkerheten om den reala avkastningens höjd.

En rad indicier pekar nu på att det i ett samhälle med enbart penninglån är mycket svårt att både korrekt förutse framtida penningvärdeförändringar och anpassa räntenivån till dessa förändringar. Även om räntepolitiken syftar till att upprätthålla en jämviktsränta, torde en rad tröghetsmoment omöjliggöra en tillräckligt snabb ränteanpassning. Räntepolitiken är i första hand inriktad på att neutralisera kortsiktiga balansstörningar. Dessa kan gå åt olika håll även om långsiktstrenden är en fortskridande penningvärdeförsämring. Det betyder att penningräntan knappast någonsin kan utgöra ett adekvat medel för att hålla den reala avkastningsnivån oberoende av förskjutningar i långsiktstrenden för prisnivåutvecklingen. Detta förhållande blir särskilt kännbart för räntebundna låneavtal, där penningräntans höjd vid avtalstidpunkten kan vara beroende av helt andra faktorer än penningvärdeutvecklingen på längre sikt. Ett studium av realränteutvecklingen i vårt land under perioden 1930—1960 (diagram 2: 1—3) visar å andra sidan, att inte heller den reala avkastningen på fordringar med rörlig ränta kunnat stabiliseras över en längre period. Dessutom bör uppmärksammas att vid prisstegringar av en viss typ räntepolitiska reaktioner inte förekommer, därför att de inte ter sig effektiva som motmedel. Det gäller s. k. autonoma prisstegringar till följd av stigande import- och exportpriser, ökade indirekta skatter (i kombination med sänkta direkta skatter) samt försämrade produktivitetsförhållanden.

Oberoende av om de nämnda trög-

heterna i penningräntans anpassning existerar eller ej skulle det dessutom kunna göras gällande, att det normalt bör finnas en tendens att underskatta penningvärdeförsämringens storlek på längre sikt. I förhållande till förväntningarna blir därmed realräntan i efterhand »för låg» — utan att därför efterfrågeöverskott och en onormal kreditransonering behöver ha förelegat. Inflationen innebär då en överföring av välstånd från långivare till låntagare. Detta följer närmast av svårigheterna att förutse och rätt uppskatta de häftiga prisstegringar, som då och då inträffar till följd av ekonomiska och politiska kriser, medan motsvarande prisfall är långt sällsyntare. Utförda beräkningar av den reala avkastningen för placeringar med tio års löptid visar att deras realränta under en rad år mellan 1930 och 1952 varit negativ. Det är dock möjligt att se de successiva räntehöjningar, som genomförts under 1950-talet och som inneburit att realräntan på tioåriga lån från 1950-talets början varit positiv, såsom en anpassning av räntenivån till mera utpräglat inflationistiska förväntningar.

Ränteutvecklingen under de senaste årtiondena illustrerar sålunda trögheten i anpassningen av förväntningar och räntenivå till ändrade förutsättningar. Samtidigt antyder den dock möjligheten av att dagens penningränta till en del innehåller förväntningar om framtida inflation. Tänkbart är därför att indexlån kan introduceras utan någon väsentlig räntehöjning, om inflationsförväntningarna redan skulle ha slagit igenom i räntenivån. Någon större förskjutning i förmögenhetsfördelningen från nuläget behöver indexlån i sådant fall ej innebära. Det förefaller dock inte troligt, att det vid indexlån blir möjligt att hålla realräntenivån strax vid eller under noll, som faktiskt varit fal-

let under vissa perioder i det förflutna. Problemet om realräntens nivå höjd i en indexlånemarknad beröres senare.

4.2.4

Någon möjlighet finnes ej att uppskatta den förmögenhetsomfördelning som i verkligheten ägt eller äger rum därför att inflation inte förutses, såsom torde ha framgått av det föregående. Där emot kan vissa upplysningar erhållas om arten och verkningarna av en dylik omfördelning. De svenska hushållens förmögenhetsstruktur har sålunda undersökts på grundval av det material som erhålles ur Konjunkturinstitutets s. k. sparundersökningar. (Tabellerna 4: 1—3 samt diagram 4: 1.)

Två frågeställningar har utvalts för närmare studium. Den ena är om effekterna av en icke förväntad inflation på hushållens reala förmögenhetsställning innebär en utjämning eller en ökad spridning av förmögenheterna. Den andra är om värdesäkringsfrågan kan ges en social dimension. Den senare skulle kunna avse hushåll vars inkomster till allra största delen är nominalt fixerade. Deras levnadsstandard påverkas i väsentlig mån av förändringar i finansiella tillgångars avkastning.

När det gäller den första frågeställningen bestyrker undersökningen ingalunda den ibland framförda tesen, att de flesta hushåll bör ha både skulder och fordringar i ungefär samma omfattning och därför stå ganska indifferent i värdesäkringsfrågan. I stället visar den på ett otvetydigt sätt, att förmögenheterna är mycket ensidigt orienterade mot *antingen* realkapital och därmed också skuldöverskott *eller* innehav av finansiella tillgångar. De totala finansiella tillgångarna hos hushållen med fordringsöverskott uppgick sålunda till ca 24,1 miljarder kr., me-

dan skulderna endast var 2,5 miljarder. Hos nettolåntagarna var bruttoskulden 23,8 miljarder och de finansiella tillgångarna 4,9 miljarder. (Eftersom skillnaden mellan hushållens nettofordringar och nettoskulder är alltför liten för att inrymma både statens, kommunernas och de juridiska personernas sammanlagda nettoskuld, måste det anlitade primärmaterialet väsentligt underskatta den sammanlagda volymen av hushållens finansiella tillgångar.)

Mellan hushållen sker således en betydande förmögenhetsöverföring när en icke förväntad inflation inträffar — varvid bör observeras att överföringen åt andra hållet också blir betydande om prisstegringen blir mindre än vad man allmänt väntat sig. Det förefaller troligt, att framtida inflationsprocesser kommer att ytterligare skärpa den bild, som här givits, i riktning mot ökad förmögenhetsspridning och ytterligare dominans av realltillgångar hos hushåll med nettoskulder. I denna utveckling ligger således en kumulativ effekt i och med att realkapitalets värdetillväxt möjliggör för hushåll med dylika tillgångar att öka sina skulder för att ytterligare öka sitt realkapitalinnehav.

Andelen stora förmögenheter är vidare avsevärt större bland hushåll med skuldöverskott (nettolåntagarna) än bland hushåll med fordringsöverskott (nettolångivarna). Av nettolåntagarna innehar 44 % nettoförmögenheter som är större än 20 000 kr., medan motsvarande andel bland nettolångivarna är endast 23 %. Nettoförmögenheter över 50 000 kr. har 18 % av nettolåntagarna, endast 11 % av nettolångivarna. Om dessa iakttagelser motsvarar verkligheten är de således ett tillräckligt underlag för slutsatsen, att en icke förväntad inflation, som överför förmögenhet från långgivare till låntagare, ökar förmögenhetsspridningen i

samhället. Det sker med andra ord en förmögenhetsomfördelning från innehavare av mindre till innehavare av större förmögenheter.

Den ojämna förmögenhetsfördelningen innebär å andra sidan, att den största förmögenhetsöverföringen sker från ett förhållandevis litet antal långivande hushåll med stora förmögenheter till ett ännu mindre antal låntagande hushåll med stora förmögenheter. Det stora antalet »småsparare» bidrar sålunda endast med en mindre del av överföringen.

Undersökningen i anledning av den andra frågeställningen ger vid handen att antalet hushåll, vars inkomster helt eller till större delen utgöres av räntor, livräntor, pensioner eller andra nominalt fixerade inkomster, synes vara betydande ehuru det inte kan preciseras. Vissa egenskaper, som belyser deras situation, har dock erhållits. Hushållens främsta karaktäristika är en hög genomsnittsålder bland hushållsmedlemmarna och en stor andel pensionärer. Deras bruttoinkomster är låga med 1/4 av hushållen i inkomstlägen, som ligger vid eller under existensminimum.

Förmögenhetssituationen är för dessa hushåll av naturliga skäl förhållandevis god. De finansiella tillgångarna dominerar, bl. a. i form av stora innehav av andelar i försäkringsfonder. De låga nominalinkomsterna måste därför söka sin förklaring i den låga avkastningen på finansiella fordringar av nominal karaktär. Frapperande är också den mycket ringa skuldsättningen. Även i ekonomiskt avseende synes dessa hushåll representera ett passivt eller statiskt stadium i livscykeln, där man avhänt sig större delen av sina reala tillgångar och i samband därmed också sina skulder. Detta har resulterat i en betydande känslighet med avseende på penningvärdeförändringars konsekven-

ser för hushållets levnadsnivå. Samtidigt representerar de en kategori, som genom ett utvidgat värdesäkert pensionsskydd i den statliga eller privata försäkringens form kan antas ständigt minska i omfattning.

4.3 Samhällsekonomisk balans och ekonomisk tillväxt

Två huvudmål för den ekonomiska politiken är att uppnå samhällsekonomisk balans och en hög takt i den ekonomiska tillväxten. Begreppet »samhällsekonomisk balans» brukar användas som en sammanfattning för de bägge målen »full sysselsättning» och »stabil penningvärde». Det är i detta sammanhang dock enklast att anknyta till den totala efterfrågesituationen. Ett efterfrågeöverskott i förhållande till de totala resurserna medför tendenser till prishöjningar, medan ett efterfrågeunderskott ger en lägre sysselsättningsgrad.

Möjligheterna att realisera den andra målsättningen, en hög ekonomisk tillväxttakt, påverkas dels av nationalproduktens fördelning mellan aktuell konsumtion och investeringar, dels av investeringsverksamhetens fördelning på skilda investeringsobjekt. Man brukar därvid anta att den ekonomiska tillväxten främjas, om investeringarnas andel ökas och om urvalet av realiserade investeringar gynnar de mest produktiva eller räntabla investeringarna.

4.3.1

Bland de argument, som framföres till förmån för en övergång till indexlån, synes ofta föreställningen, att man därigenom kan erhålla en ökning av det enskilda frivilliga sparandet. I den mån argumentet vilar på förutsättningen att införandet av indexlån kommer att ge spararna en högre real avkastning är

en positiv sparandeeffekt dock icke säkerställd.

För det första behöver inte uppkomsten av indexlån medföra att realräntnivån stiger. Indexlån kan sålunda införas vid oförändrad penningränta, varvid indexlåneräntan avpassas så, att den reala avkastningen på index- och penninglån av flertalet medborgare förväntas bli ungefär lika stor. För de subjekt som förväntar sig en starkare penningvärdeförsämring än genomsnittet uppstår visserligen en positiv avkastningseffekt vid indexlån. De hushåll, som förväntar sig en mindre inflation, finner däremot penninglån förmånligare ur avkastningssynpunkt.

För det andra torde effekterna på sparandet inte vara säkerställda, även om hushållen i allmänhet skulle uppfatta indexlån som en möjlighet att öka sparandets avkastning. Det är väl känt från den ekonomiska teorin att man icke, utan kompletterande empiriska undersökningar, kan avgöra om en räntehöjning leder till ett minskat eller ökat sparande.

En räntehöjning är detsamma som en ökning av spararnas realinkomst. Detta kan leda till att de finner det mera lönsamt än tidigare att byta ut konsumtion i nutid mot framtida konsumtion och därför ökar sitt sparande. Men då den ökade avkastningen per sparad krona leder till att ett visst sparmål kan uppnås med mindre sparande än före räntehöjningen, är det också tänkbart att hushållen ökar sin aktuella konsumtion och minskar sitt sparande. Den totala effekten på sparandet — och därmed den aktuella konsumtionsvolymens storlek — är alltså osäker.

Det bör å andra sidan observeras att för hushåll, som är låntagare, en räntehöjning innebär dels en stegring av kostnaderna för den aktuella konsumtionen, till den del den finansieras med

lån, dels en minskning av den reala inkomsten. Dessa effekter verkar åt samma håll, dvs. som en stimulans att reducera hushållets konsumtionskrediter och därmed minska den aktuella konsumtionen.

Det är tänkbart, att dessa olika tendenser sammanlagt ger en positiv sparandeeffekt, ehuru dess storlek vid begränsade ändringar av den förväntade avkastningen antagligen är obetydlig. Tendensen förstärkes om man tar hänsyn till att hushållen genom indexlån erhåller en möjlighet att undvika en annars ofrånkomlig osäkerhet om sparandets framtida realvärde. Om hushållen i allmänhet önskar undvika risktagande och därför avstått från ett annars möjligt sparande till följd av att förlustriskerna vid penninglån synes vara större än vinstmöjligheterna, kan de när inslaget av risktagande minskar vara beredda att öka sitt sparande. För låntagare bör riskreduktionen få motsatt effekt: de uppvisar en benägenhet att öka sin upplåning för omedelbar konsumtion. Med tanke på de trots allt begränsade möjligheterna att erhålla konsumtionskrediter bör effekten härav på det totala sparandet dock vara liten.

Slutsatsen av dessa olika resonemang är att det förefaller troligt, att indexlån kan påverka det personliga frivilliga sparandet i positiv riktning. Styrkan av denna positiva effekt kan dock inte ens antydvas, eftersom kunskap om de rådande sambanden saknas. Ett väsentligt påpekande är dock att möjligheterna att med indexlån åstadkomma en ökning av sparviljan intimt sammanhänger med i vilken utsträckning värdesäkring kan erbjudas för de sparformer, som hushållen för närvarande använder sig av. Även om placeringsvannorna inte är helt orubbliga, torde dock en spridning av indexlån över kredit-

marknadens olika institutioner vara en fördel.

4.3.2

Om man söker bedöma indexlåns verkningar på den samhällsekonomiska situationen är undersökning av sparandeeffekten inte tillräcklig. Hänsyn måste också tas till att de kan påverka företagens investeringar med avseende på såväl deras sammanlagda volym som deras sammansättning.

Investeringsbenägenheten kan påverkas av att indexlån medför en förskjutning av den allmänna räntenivån. Anledning finnes därvid att skilja mellan självfinansierande och lånefinansierande företag. När det gäller de självfinansierande företagen kan räntehöjningar leda till att annars genomförda realinvesteringar inställs. De minst lönsamma projekten ersättes med placeringar i indexlån, som ger en högre avkastning. Det bör dock framhållas, att finansiella placeringar inte utgör något alternativ till realinvesteringar i de fall då företagen tillämpar kalkylräntor, som väsentligt överstiger avkastningen på finansiella placeringar.

För lånefinansierande företag gäller, att deras investeringar över huvud ej behöver påverkas i de fall, då företagen uppfattar indexlån som en dyrare upplåningsform — under förutsättning att de har fritt tillträde till penninglåne marknaden. Om indexlån förväntas ge en lägre kapitalkostnad än penninglån, kan de däremot stimuleras att öka sina investeringar. Effekten på investeringsvolymen minskas dock om tillgången på kredit snarare än den marginella investeringens räntabilitet är avgörande för upplåningens och kapitalvaruefterfrågans omfattning.

Ränteeffekten av indexlåns tillkomst kan således gå i bägge riktningarna i den utsträckning företagens investe-

ringsplaner över huvud taget påverkas. Även när det gäller sambanden mellan ränta och investeringsvolymen är de empiriska kunskaperna mycket blygsamma. Det är därför inte möjligt att precisera effektens storlek.

Det är tänkbart, att företagets uppfattning om indexlåns *riskegenskaper* får större betydelse för investeringsbenägenheten. Av tidigare resonemang har framgått, att deras reaktioner i detta avseende kan bli splittrade eller t. o. m. innebära en övervägande negativ attityd, åtminstone i indexlåne marknaden inledande skede. Detta gäller i varje fall om indexlånen är av den typ, som bäst torde motsvara hushållens önskemål, dvs. obegränsade reallån.

I den utsträckning företagen uppfattar indexlån som mera riskfyllda än penninglån, bör investeringsbenägenheten ej påverkas, såvida indexlån inte erbjuder mycket gynnsamma räntevillkor. För självfinansierande företag gäller detta generellt, för lånefinansierande företag under förutsättning att penninglån står dem till buds.

De lånefinansierande företag, som ser indexlån som ett medel att reducera osäkerheten om sina investeringars reala avkastning, bör få en ökad benägenhet att låna för inköp av realkapital om upplåningen kan ske i indexlån. För självfinansierande företag bör riskreduktionen i stället leda till en investeringsminskning genom en övergång till finansiella placeringar i indexlån. Men även i detta fall är effekten för de självfinansierande företagen osäker, då det inte är klarlagt i vilken utsträckning finansiella placeringar kan betraktas som alternativ till realinvesteringar.

Det bör tillfogas att vagheten i dessa slutsatser delvis är en följd av att valfrihet mellan upplåning i penninglån och indexlån antas föreligga. Om indexlån är den enda tillgängliga upplånings-

formen — vilket således förutsätter penningpolitiska ingripanden i form av ransonering av penninglån — ökas möjligheterna att vid införandet av indexlån påverka den totala investeringsvolymen. De lånefinansierande företag, för vilka indexlån innebär höjda upplåningskostnader och/eller ökat risktagande, kan således antas minska realinvesteringarna. Om indexlån enligt dessa förutsättningar introduceras i ett läge, då investeringsverksamheten är högt uppskruvad till följd av allmänt rådande förväntningar om kommande prisstegringar, kan de bli ett verksamt medel att hålla denna typ av investeringar tillbaka.

Det sistnämnda sammanhänger med den måhända viktigaste eller i varje fall enda entydiga effekt på företagens investeringar, som kan uppstå i samband med införandet av indexlån. Den avser inte investeringsvolymen utan i första hand investeringsurvalet.

Indexlåns införande innebär att investeringsbesluten påverkas av en realräntesats, som är densamma för alla företag. Vid bedömningen av olika investeringsprojekts reala räntabilitet måste hänsyn tas till indexlånets avkastning resp. upplåningskostnad. Variationerna i olika företags prissförväntningar spelar en mindre roll än i det fall endast penninglån finns. Om penninglån utgör den enda upplåningsformen eller placeringsalternativet, uppfattar företag med en starkt inflationistisk inställning den förväntade reala kapitalkostnaden som låg och har därför en benägenhet att genomföra även investeringar med en låg real avkastning. Å andra sidan kommer företag med förväntningar om en svag inflation att överskatta den reala kapitalkostnaden och genomför inte investeringar, som skulle kunna ge en förhållandevis hög real avkastning.

Vid en övergång till indexlån är det lättare att erhålla ett investeringsurval, där de lågräntabla investeringarna, som baserats på en »inflationsspekulation», ersättes av investeringar med bättre räntabilitet, vilka tidigare ej genomförts på grund av företagets förhållandevis försiktiga inflationsbedömning. Om en för alla företag gemensam realräntesats blir avgörande för investeringsurvalet, är det troligt att den totala produktiviteten ökar vid en given investeringsvolym genom en omfördelning från lågräntabla investeringar till projekt med en högre real avkastning.

För att full effekt skall uppnås, krävs dock även i detta fall en total övergång till indexlån. I en dubbel kreditmarknad, där index- och penninglån samtidigt kan användas för upplåning, begränsas effekten på investeringsurvalet till att gälla de företag, som i en penninglåne-marknad inte utnyttjar sin investeringskapacitet därför att de underskattar den framtida prisstegringens storlek och sålunda överskattar den reala upplåningskostnaden vid penninglån. Med tillgång till indexlån undanvikes denna investeringshämmande egenskap hos penninglån. Företag med särskilt stora inflationsförväntningar kan däremot fortfarande upprätthålla sin finansiering med penninglån. Tänkbart är dock — ehuru inte särskilt troligt — att självfinansierande företag kan ersätta vissa realinvesteringar med portföljinvesteringar i indexlån, om deras inflationsförväntningar är betydande.

4.3.3

Resultatet av undersökningen av indexlåns betydelse för den samhällsekonomiska balansen och ett snabbt ekonomiskt framåtskridande kan sammanfattas sålunda. Effekten av indexlåns införande på den totala efterfrågan är långtifrån entydig. Det förefaller dock

mest troligt, att indexlån, om de introduceras i ett läge med tendenser till totalt efterfrågeöverskott och åtföljande prisstegringar, skulle kunna bidra till att återställa den samhällsekonomiska balansen. Möjligheterna härför ökar med den omfattning, som indexlåne-marknaden erhåller. Det senare antyder dock, att den stabiliserande effekten av indexlån kan bli av mindre betydelse, innan indexlån nått en större institutionell spridning.

Till den ekonomiska tillväxttaktan synes indexlån i två avseenden kunna lämna positiva bidrag. Det ena är att indexlån — vid oförändrad räntenivå — skulle kunna såväl öka utrymmet för realkapitalbildningen genom ökat sparande som skapa stimulans för att utfylla detta utrymme med investeringar. Detta gäller under förutsättning att indexlån kan bereda både sparare och investerare en riskreduktion. Denna effekt kan tillta i styrka sedan hushåll och företag hunnit anpassa sig till en ny och oprövad låneform.

Indexlån kan även öka den ekonomiska tillväxten genom att möjliggöra ett bättre investeringsurval. De negativa verkningar på investeringsurvalet som föreligger vid penninglån och penningvärdeosäkerhet elimineras. Med indexlån som upplåningsform eller som alternativ finansiell placering kan investeringsbesluten ske som om penningvärdet vore konstant. Detta innebär att inom en given investeringsram en omfördelning från lågräntabla investeringar till projekt med högre räntabilitet möjliggöres.

Kapitel 5. Bostadsmarknad och indexlån

Motiven för indexlån har främst varit att kunna säkerställa det reala innehållet i långsiktiga fordringar och därige-

nom förhindra icke avsedda förmögenhetsomfördelningar mellan låntagare och långgivare. Men frågan om indexlåns införande aktualiserar även ett studium av andra långsiktiga bindningar eller regelsystem vilkas innehåll — mätt i reala termer — förändras vid icke förväntade penningvärdeförändringar. Inflationens verkningar är inte begränsade enbart till relationerna mellan låntagare och långgivare utan kan ha andra vittgående konsekvenser såväl för inkomst- och förmögenhetsfördelningen som för användningen av de totalt tillgängliga ekonomiska resurserna.

Verkningarna på bostadsmarknaden av prisförändringar är av detta slag. Inflationens verkningar på bostadsmarknaden får betydelse vid ett administrativt hyressättningssystem (i motsats till fri prisbildning) i kombination med en nominal lånefinansiering. Detta samband motiverar en noggrann analys utvidgad till att omfatta både problematiken kring valet indexlån-penninglån och utformningen av olika principer för hyreskontrollen.

5.1 Den aktuella bostadspolitiska situationen

Bakgrunden kan sägas vara den nominalistiskt utformade hyreskontrollen. Därvid användes begreppet hyreskontroll i en mycket vid mening. Det omfattar hyresregleringen, bostadsstyrelsens kontroll av hyror och försäljningspriser samt självkostnadsprincipen i den allmännyttiga bostadssektorn. Det nominalistiska inslaget innebär för fastigheter under hyresreglering eller bostadsstyrelsens direkta kontroll att den del av utgående hyra som skall täcka fastighetens kapitalkostnader bestäms som en i *pengar* fixerad annuitet. Detta är en huvudregel med vissa avvikelser utan principiell betydelse. Men det reala värdet av en nominal annuitet

avtar när penningvärdet sjunker. Det innebär att kapitalkostnadsdelen av hyran är *konstant i pengar men reallt sjunkande*. Självkostnadsprincipen avser att garantera att den sammanlagda hyresintäkten (kapitalkostnadsdelen) över fastighetens livslängd skall täcka de ursprungliga produktionskostnaderna plus löpande räntor. En lämplig fördelning av kapitalkostnaderna över tiden bör anpassas till utvecklingen av bostädernas marknadsvärde. Men är inflationstakten högre än vad som svarar mot en normal årlig sänkning av hyran orsakad av förslitning och avtagande relativ modernitet kan man säga att hyran är för hög i början av en fastighets livstid och för låg i slutet. Dessa resonemang är visserligen kraftigt förenklade men de pekar på ett förhållande som väsentligt kan bidra till att förklara den hyressplittring som föreligger på dagens bostadsmarknad. Med hyressplittring förstås då att ur konsumentens synpunkt likvärdiga lägenheter betingar olika hyror.

En annan formulering av samma problemställning är att *hyresstrukturen*, genom den för hyreskontrollen valda nominalistiska normen, *blir beroende av inflationens storlek*. Det är således omöjligt att för en fastighet göra en säker prognos på den reala hyrans storlek. Den nominalistiska utformningen av hyreskontrollen kräver att bostadsfinansieringen sker i penninglån. Därigenom garanteras likhet mellan fastighetens intäkter och utgifter. För den allmännyttiga bostadssektorn kan förhållandet sägas vara det omvända: dessa företag har i princip fri hyresättning men genom att de baserar sin finansiering på penninglån får deras hyreskalkyler också en nominalistisk karaktär. En likartad form av inflationsbetingad hyressplittring uppkommer därvid.

Hyressplittringen är naturligtvis en icke avsedd bieffekt och har delvis motverkats genom den statliga räntesubventioneringens utformning. Vissa negativa effekter är dock förenade även med en måttlig hyressplittring. Framst kan pekas på trögheter i rörligheten på bostadsmarknaden, vilka även påverkar rörligheten på arbetsmarknaden.

En analys av indexlåns introduktion på bostadsmarknaden måste ha som utgångspunkt att de nuvarande bostadspolitiska målen skall kunna realiseras även vid en betydande indexlånefinansiering. Detta kräver en specificering av bostadspolitikens mål. Dessa kan sammanfattningsvis sägas vara, att den genomsnittliga hyresnivån skall kunna bibehållas, att hyressplittringen ej skall ökas samt att rent sociala fördelningsåtgärder ej skall försvåras vid indexlånets införande.

5.2 Två bostadsmarknadsmodeller

I det föregående har inslaget av hyreskontroll starkt framhävts. Men man får inte glömma att en stor del av bostadsmarknaden arbetar med en fri hyres- och prissättning. Detta gäller främst enfamiljshus (med undantag för nyare statligt belånade hus) och privata flerfamiljshus i orter utan hyresreglering. Tillsammans omfattar dessa kategorier — vilka kanske inte spelar så stor roll i den aktuella politiska debatten, som främst rör bostadens problem — omkring hälften av det totala bostadsbeståndet. Gränsen mellan den »fria» sektorn och de kontrollerade och allmännyttiga bostadsföretagen kan också bli föremål för revision, sammanhängande med hyresregleringens fortsatta avveckling. Det finns därför anledning att diskutera varje företagsgrupp för sig med tanke på de olikheter i reaktionsmönster som kategorierna visar inför indexlån.

5.2.1

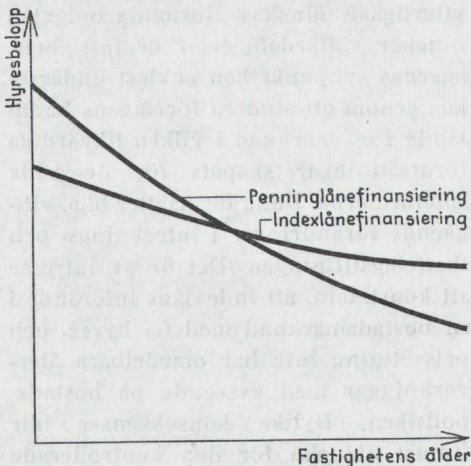
En granskning av indexlån i den fria bostadssektorn måste renodla vissa för indexlån väsentliga eller karaktäristiska egenskaper. Hit räknas inte den reala avkastningens höjd (om man möjligen inte hävdar att negativa realräntesatser omöjliggöres genom indexlån). Realräntesatsen kan i detta sammanhang antas bero av den förda räntepolitiken och det är sålunda inte möjligt att å priori säga om indexlån är mer eller mindre fördelaktiga än penninglån. Däremot kan man hävda att indexlån kommer att medföra en väsentlig förändring med avseende på de *risker* som en fastighetsägare utsättes för. Utan att i detalj specificera alla bakomliggande förutsättningar kan man säga, att en fastighetsägare med indexlån som huvudsaklig finansieringsform reducerar osäkerheten om framtida reala avkastningar från att vid penninglånefinansiering ha gällt alla kombinationer av penningvärdeförändringar och utfall av real hyresutveckling till att vid indexlånefinansiering enbart avse den senare faktorn. Men man kan också konstruera situationer i vilka penninglån ger mindre område för möjliga variationer i avkastning än indexlån. Ett exempel på en sådan situation är om sjunkande reala hyresintäkter motverkas av en kraftig inflation. Penninglån ger då ett gynnsammare resultat än indexlån.

Det bör understrykas att det knappast är möjligt att avge definitiva omdömen om indexlåns resp. penninglåns egenskaper med avseende på företagets risksituation. För det första är alltför litet känt om de principer och värderingar som ligger bakom företagares handlande i situationer i vilka beslutens konsekvenser är osäkra. För det andra innebär indexlåns införande en sådan väsentlig strukturförändring på kreditmarknaden, att prognosmöjligheterna

ytterligare minskas. Huruvida indexlån innebär välfärdsfördelar ur fastighetsägarnas synpunkt kan enklast undersökas genom att studera företagets handlande i en marknad i vilken likvärdiga förutsättningar skapats för de båda låneformerna. Detta förutsätter bl.a. vittgående förändringar i in-tecknings- och skattelagstiftningen. Det är av intresse att konstatera, att indexlåns införande i en bostadsmarknad med fri hyres- och prissättning inte har omedelbara återverkningar med avseende på bostadspolitikern. Dylika konsekvenser blir främst aktuella för den kontrollerade delen av marknaden.

5.2.2

Den hyresstruktur som nu råder på den kontrollerade delen av bostadsmarknaden kan sägas vara betingad av att hyresreglering, kontroll och subventionssystem från början inte utformades med hänsyn till en kontinuerligt fortgående penningvärdeförsämring. Så länge ett efterfrågeöverskott råder är inte heller indexlåns effekt på fastighetsägarens risksituation av samma intresse som vid analysen av den fria marknaden. Efterfrågeöverskottet eller bostadsbristen ger betydande möjligheter till kostnadsövervältring. Indexlåns främsta konsekvens är i stället att låneformen för de allmännyttiga företagen underlättar eller nödvändiggör en hyreskalkyl som tar hänsyn till penningvärdeutvecklingen. Denna hyreskalkyl innebär, jämförd med en kalkyl baserad på penninglån med normala amorteringsvillkor, att kapitalkostnadsdelen i hyran följer penningvärdet. Om den totala reala kostnaden är densamma för ett indexlån som för ett samtidigt upptaget penninglån, ger indexlånet möjlighet till en bättre fördelning av ett och samma totala hyresbelopp över tiden. Med indexlån erhålles, så länge infla-



Utvecklingen av de reala hyresbeloppen vid index- resp. penninglånefinansiering.

tionstakten är större än den normala deprecieringstakten, en lägre initialhyra än med penninglån. Mätt i pengar kommer en hyra i en fastighet med indexlånefinansiering att stiga, medan hyran i en fastighet finansierad med penninglån är konstant. Den principiella formen för hyresstrukturerna vid de båda låneformerna anges i ovanstående diagram.

Indexlåns införande medför för den allmännyttiga sektorn en övergång från nominalistiska till reala hyreskalkyler. Detta torde på längre sikt medföra en bättre hyresstruktur med bl.a. en minskning av hyressplittringen. Detta medför i sin tur en rad positiva följdverkningar med avseende på rörligheten på bostadsmarknaden och bostadsbeståndets fördelning mellan olika hushållskategorier.

Ett isolerat införande av indexlån påverkar dock inte situationen för privata fastigheter under hyresreglering eller bostadsstyrelsens kontroll så länge som den i administrativ ordning fastlagda kalkylen är nominalistisk. Indexlån måste i sådant fall framstå som föga attraktiva eftersom den nominalistiska

kalkylen ej medger fullständig övervärtning av alla indextillägg.

För att indexlån skall kunna användas som finansieringsform inom den hyreskontrollerade sektorn krävs en omläggning av principerna för hyresreglering och bostadsstyrelsens hyresberäkningar. Kalkylerna måste ges en real utformning. Men en sådan utformning verkar samtidigt styrande på företagets val av finansieringsform: en real kalkyl gör nämligen penninglånefinansiering mindre attraktiv och en kraftig övergång till indexlån kan bli följden. De välfärdsmässiga konsekvenserna för bostadsmarknadens funktionssätt av en övergång till reala hyreskalkyler torde i huvudsak bli desamma som för de allmännyttiga företagen.

En sammanfattning av vad indexlånefinansiering och dess konsekvens (eller förutsättning), en real hyreskalkyl, skulle innebära för de kontrollerade och allmännyttiga sektorerna kan formuleras som att det därigenom blir möjligt att åstadkomma en struktur för hyrorna i olika årgångar av fastigheter, som är oberoende av penningvärdeförändringarnas storlek. Inflationens hyressplittrande effekter elimineras samtidigt som andra mål, mer direkt knutna till existensen av indexlån, kan realiseras.

5.3 Indexlån och den statliga bostadspolitik

En fullständig analys av indexlån på bostadsmarknaden kräver också en undersökning av indexlåns förenlighet med övriga bostadspolitiska mål. En avgörande fråga kan därvid vara realräntenivåns höjd. Man kan hävda att indexlåns införande ej kan förenas med negativa realräntesatser och att realräntesatsen noll sålunda blir en undre gräns. Enkla beräkningar visar dock att realräntesatser upp till 2 % skulle

kunna vara acceptabla utan att hyran under en fastighets första år behöver bli högre än med nuvarande regler. Visserligen förutsätter detta vid indexlånefinansiering en högre hyra senare under fastighetens livstid, men denna högre hyra kan innebära en bättre anpassning till en hyresstruktur, som bidrar till jämvikt på bostadsmarknaden.

5.3.2—3

En väsentlig del av nuvarande räntesubventionering syftar till att sänka hyrorna i nybyggda hus. Dessa subventioner kan i allmänhet avvecklas efter en tid med hänsyn till att produktionskostnaderna — mätta i pengar — stigit för nya hus. Den äldre fastigheten utan räntesubvention får då samma (ibland t.o.m. lägre) hyra som i en subventionerad nybyggd fastighet. Den fortgående avvecklingen av räntesubventionerna har som syfte att till viss del åstadkomma den hyresstruktur som kan uppnås med indexlån och reala kalkyler. Införandet av indexlån kan därför medföra en omprövning av det statliga räntesubventionssystemet, om indexlån och real kalkyl i vissa avseenden kan överta dess nuvarande uppgifter. Ingenting hindrar dock att en real utformning av den statliga räntegarantin samtidigt införes.

5.3.4

De hittills framförda synpunkterna har baserats på en jämförelse mellan dagens läge och ett hypotetiskt läge i vilket indexlån och reala kalkyler är fullt genomförda på delar av bostadsmarknaden. Men analysen måste också kompletteras med några av de övergångsproblem som kan vara förenade med en introduktion av indexlån. Hit hör främst konverteringen av äldre, bundna penninglån. Utan drastiska ingrepp är det knappast möjligt att annat än på mycket lång sikt

erhålla en övergång till indexlån för samtliga fastigheter.

Ett annat problem, med räckvidd långt utanför själva indexlånefrågan, aktualiseras av de reala hyreskalkylerna. Dessa kalkyler kan minska en annars oundviklig hyressplittring i nya lägenheter men torde knappast kunna eliminera en redan uppkommen snedvridning i hyresstrukturen. Skall en anpassning ske av denna hyresstruktur till det läge som hypotetiskt skulle ha förelegat om fastigheten under hela sin livstid följt en real kalkyl kräves icke kostnadsbetingade hyreshöjningar i det äldre beståndet. Därvid uppkommer i stort sett samma kapitalvinst- och värdestegringsproblem som vid en övergång till en fri hyressättning. Denna fråga ligger dock helt utanför det nu aktuella utredningsuppdraget.

5.3.5

Den tänkbara utformningen av bostadspolitikerna med hänsyn till indexlånen införande kan delas upp i tre huvudfall. Det första fallet, som kan ses som ett minimalalternativ, är en begränsning av indexlånen till nyproduktionen. De statliga bostadslånen bör därvid indexregleras, samtidigt som hyreskontrollen baseras på en real kalkyl. De allmännyttiga företagen med fri hyressättning torde därvid i sin tur finna anledning att övergå till en real hyreskalkyl. Denna politik kan naturligtvis inte påverka hyresrelationerna i det redan befintliga bostadsbeståndet. På lång sikt kommer å andra sidan en allt större del av bostadsmarknaden att omfattas av reala kalkyler. En ny typ av hyressplittring, nämligen mellan fastigheter med indexlån och fastigheter med penninglån, kan dock bli följden.

Det andra fallet är en genomgående real utformning av hyresreglering och hyreskontroll, således även för det be-

fintliga bostadsbeståndet. Som påpekats tidigare aktualiseras därvid en rad problem beträffande konvertering, värdestegring och beskattning.

Det tredje fallet är en marknad med helt fri hyressättning. Det bostadspolitiska intresset kring indexlån koncentreras därvid till möjligheten att åstadkomma en av inflationen okänslig hyresstruktur inom den allmännyttiga sektorn. Genom indexlån kan de allmännyttiga företagens hyresstruktur bringas i bättre överensstämmelse med marknadsstrukturen i övrigt.

Kapitel 6. Inteckningsväsendet

Till de mera väsentliga tekniska förutsättningarna för uppkomsten av en indexlånemarknad hör regler, som möjliggör pantförskrivning av fast egendom som säkerhet för indexlån. Den svenska kreditmarknaden är i stor utsträckning uppbyggd kring belåning av fast egendom. I synnerhet intar finansieringen av bostadsbyggandet en dominerande plats såväl på kapitalmarknaden som i våra banker. Skulle betryggande formella säkerheter för indexreglerade fastighetslån inte erhållas, måste indexlånemarknadens uppkomst och utveckling försvåras. Gällande inteckningsväsende är sålunda helt anpassat till penninglån. Särskilt banker, försäkringsbolag och andra kreditgivare med i lag givna krav på säkerheternas art kan i sådant fall utestängas från indexlånemarknaden.

För att ge säkerhetsfrågan dess rätta proportioner bör det å andra sidan erinras om att frågan, huruvida låntagaren skall kunna fullgöra sina förpliktelser eller ej, måste besvaras helt oberoende av hur säkerhetsfrågan lösts och om inteckningsväsendet anpassats till indexlån. Det är först när denna betalningsförmåga faktiskt upphört och fas-

tigheten skall försäljas på exekutiv auktion som inteckningsreglernas utformning får betydelse med avseende på långgivarens kreditrisk, dvs. om han skall få tillbaka sina pengar eller inte. Inteckningsreglerna syftar till att avgöra dels förmånsordningen mellan borgenärerna dels det högsta belopp, varmed deras fordringar kan gäldas. Eventuella teoretiska eller praktiska svårigheter att skapa ett till indexlån anpassat inteckningsväsende säger sålunda ingenting om indexlåns riskegenskaper i allmänhet eller för den speciella grupp, vars säkerhetsfråga är särskilt svår att lösa.

Beträffande inteckningsväsendets nuvarande utformning gäller att inteckningarna alltid utgör säkerhet för ett visst belopp i penningar. Denna fordran kan minska genom amortering, varvid ett ägarhypotek uppkommer. En intecknings kapitalbelopp tillåtes under vissa omständigheter öka med ett begränsat belopp, vilket har till följd efterföljande inteckningars förmånsrättsläge undergår en viss försämring. En kraftig försämring av inteckningarnas förmånsrätt tillåtes genom reglernas i gällande lag om bättre rätt för vissa »tysta panträtter».

6.2 Nominalinteckningar vid indexlån

Teoretiskt sett skulle det vara möjligt att tillämpa dessa regler även vid indexreglerade fastighetslån. Varje kreditgivare skulle alltså tillse, att han hade säkerhet i inteckningar med ett så stort nominalt belopp, att det täckte lånets ursprungliga belopp och därtill den ökning av den indexreglerade skuldsumman, varmed han ansåg sig böra räkna under kredittiden. Det innebär, att man från början skapar stora ägarhypotek, som successivt tas i anspråk vid en indexhöjning. Man måste då räkna med att dessa ägarhypotek regelmässigt

pantförskrivnes till innehavaren av ovanför liggande inteckningar och att möjligheterna att genomföra denna pantförskrivning spelar en viktig roll vid bedömningen av säkerhetens värde.

Svårigheten med det ovan skisserade systemet är otvivelaktigt, att man arbetar med indexreglerade fordringar säkerställda av inteckningar på fasta belopp. Även om frågan om pantsättning av ägarhypotek löses på ett tillfredsställande sätt, måste kreditgivaren från början fixera en övre gräns i kronor för inteckningssäkerheten trots att han inte kan avgöra huruvida hans indexreglerade fordran med tiden kan komma att överstiga denna gräns.

6.3 Indexreglerade inteckningar

Dessa problem skulle emellertid lösas, om man förser inteckningen med samma indexklausul som fordringen, dvs. tillåter indexreglerade inteckningar. Det betyder att det rådande förbudet i detta avseende måste upphävas.

Lagstiftningen måste därvid också kompletteras på en annan punkt. Reglerna om exekutiv auktion måste utformas så, att det utan dröjsmål kan fastställas ett belopp i kronor, vartill inteckningen skall upptas i borgenärsförteckningen. För att förenkla proceduren bör endast vissa angivna index få användas.

På sakens nuvarande ståndpunkt har anledning icke ansetts föreligga att i detalj undersöka hur en lagändring i nu angivna avseenden skulle utformas.

Ett speciellt problem bör dock uppmärksammas. För närvarande är bottenlån i bostadsfastighet regelmässigt amorteringsfria. Deras formella löptid kan uppgå till 40—50 år medan den faktiska löptiden ofta överensstämmer med fastighetens livslängd, då lånet likvideras ur intäkter i samband med tomtens överlåtelse. Ur säkerhetssynpunkt kommer indexlån och penning-

lån att skilja sig åt på det sättet, att de ackumulerade indextilläggen (vid stigande index) ökar kreditgivarens utstående fordran och därmed omfattningen av hans kreditrisk, medan penninglåneräntan i sin helhet — och således även den del som motsvarar det årliga indextillägget — omedelbart regleras och inte belastar kapitalskulden.

Tomtprisernas förväntade höjd torde idag spela en väsentlig roll för möjligheterna att erhålla amorteringsfria bottenlån. Lägges en del av räntan till kapitalskulden i form av indextillägg är det tänkbart, att kreditgivarna inte vågar räkna med att tomtprisernas stegring är tillräcklig för att bottenlånet skall kunna likvideras vid slutet av fastighetens livstid.

Skulle indexreglerade bottenlån i bostadsfastighet allmänt komma att amorteras måste ägarhypotekens inteckningsrättsliga läge bli av stor betydelse. I ännu högre grad än för närvarande kommer det i en indexlåneemarknad att bli av stor betydelse för innehavare av inteckning med sämre rätt att få till sig pantförskrivet ägarhypoteket i inteckning med bättre rätt.

6.4 Kvotdelsinteckningar

Det har också övervägts huruvida det skulle vara möjligt att i stället för fasta eller indexreglerade inteckningar använda inteckningar, som lyder på en viss kvotdel av fastighetens värde. Fördelen härmed är att man får en fullständig anknytning av inteckningens värde till den intecknade fastighetens värdeförändringar. Nackdelarna med en dylik metod har dock befunnits vara så stora att den inte kan rekommenderas.

Slutsatsen blir därför att det inteckningssystem, som är bäst lämpat för indexlån och samtidigt praktikabelt, är det som bygger på indexreglerade inteckningar.

Avdelning II

Kapitel 7. Skatter och värdesäkring

Olika alternativ för beskattningen av indexlån ger skilda resultat för den grad av värdesäkerhet, som man genom införandet av denna låneform vill uppnå. Även prisbildningen (räntan) på indexlån kommer enligt vad som framgår av betänkandet att påverkas av beskattningsreglernas utformning. I betänkandet har visats att indexlån kan ge en hög grad av värdesäkerhet för såväl långgivare som låntagare, om man helt bortser från skattefaktorn.

7.1 Nominalistisk beskattning

Det nuvarande skattesystemet grundar sig på en *nominalistisk* princip. Denna princip innebär att man vid beskattningen inte tar hänsyn till att sådana nominala förändringar, som är en följd av fallande eller stigande penningvärde, kan ge ett reallt oförändrat resultat.

Med tillämpning av den nominalistiska principen kommer indextillägg att jämföras med ränta samt utgör sålunda skattepliktig inkomst för långgivaren och avdragsgill kostnad för låntagaren. Av betänkandet framgår att indexlånets huvudsyfte att åstadkomma värdesäkring åt finansiella kontrakt inte kommer till sin fulla rätt i ett på nominalistisk grund uppbyggt skattesystem även om säkerheten blir större än vid penninglån.

7.2 Real beskattning

För att indexlån skall ge en efter skatt säker real avkastning eller kostnad bör en *real* princip tillämpas vid beskattningen. Denna princip innebär, att indextillägget eller sålunda det belopp, som med ett reallt betraktelsesätt är att anse som amortering, fritas från be-

skattning hos långgivaren och utgör icke avdragsgill kostnad hos låntagaren.

Emellertid torde det inte vara möjligt att — oberoende av lånens kontraktsenheter — åstadkomma en real beskattning av alla typer av indexlån såvida inte även penninglån blir föremål för real beskattning. Med hänsyn härtill har i själva betänkandet (kap. 9) förutsatts att i den mån en real beskattning av indexlån skall komma till stånd denna beskattningsmetod bör avse endast *en* typ av indexlån, nämligen indexlån som regleras med en allmän prisnivåindex (konsumentprisindex). Sådana lån benämnes också *reallån*. Att just denna typ av indexlån utvalts sammanhänger med att regleringsindex för reallånen är den index som bäst motsvarar ett reallt betraktelsesätt samt att skiljandet av indextillägg (realt kapital) från ränta (real inkomst) i detta fall inte bör medföra några svårigheter. Övriga typer av indexlån skall alltså enligt detta alternativ beskattas enligt den nominalistiska principen. Sistnämnda lån har betecknats som *A-lån* och reallt beskattade indexlån (reallån) som *B-lån*.

7.3 Real beskattning av samtliga låneformer

Eftersom gällande skattesystem är uppbyggt på nominalistisk grund har det varit naturligt att frågan om nominalistisk beskattning av indexlån först upptagits till behandling. Därefter har diskuterats det beskattningsalternativ som innebär real beskattning av reallån och nominalistisk beskattning av övriga indexlån. Såsom framgår av betänkandet kommer emellertid den samtidiga förekomsten av två helt skilda beskattningsprinciper att medföra möjligheter till skattefria vinster, såvida

man inte kan få till stånd vissa korrektiv, som förhindrar uppkomsten av sådana vinster. Möjligheterna att i sådant syfte finna lämpliga och tillika effektiva korrektiv är emellertid begränsade. Det har därför ansetts erforderligt att utsträcka utredningsarbetet till att omfatta även frågan om införandet av en *allmän real beskattning av kapitalinkomster och kapitalvinster*, varigenom tidigare berörda skattevinster skulle kunna elimineras. Undersökningen av den allmänna realbeskattningens problematik har redovisats i en vid betänkandet såsom bilaga 1 fogad promemoria. Denna undersökning gör givetvis inte anspråk på att vara fullständig utan har begränsats till att söka belysa några av de viktigare frågorna. Av promemorian framgår att införandet av sådana reala beskattningsmetoder, som däri upptagits till behandling, kommer att medföra betydande praktiska svårigheter, inte minst av skatteteknisk art. Härjämte bör framhållas att förekomsten av real beskattning i ett land, medan övriga länder i princip tillämpar nominalistisk beskattning, kan åstadkomma en icke önskvärd snedvridning av de internationella kapitalrörelserna.

Kapitel 8. Nominalistisk beskattning av indexlån

Eftersom det i åtskilliga fall blir svårt att dra gränsen mellan ränta och indextillägg kan en nominalistisk beskattning av vissa typer av indexlån inte gärna undvaras. Härtill kommer att åtminstone vissa låntagare, även ur ren risk-synpunkt, kan komma att föredra A-lån framför B-lån.

8.2 Beskattningsfrågor vid överlåtelse av indexlån

8.2.2

Enligt gällande rätt beskattas index-

tillägg vid *inlösen* som ränteinkomst. Vid *avyttring* av indexlån kan däremot indextillägg beskattas endast om förutsättningar för realisationsvinstbeskattning föreligger eller om indexlånet utgör omsättningstillgång i förvärvskällan rörelse. På grund härav kan innehavaren av ett indexlån i andra fall än de nyss nämnda omedelbart före inlösningstidpunkten avyttra indexlånet till ett skattefritt subjekt eller till en bank — som vid taxeringen får avdrag för hela anskaffningskostnaden — och på så sätt utan skattepåföljd tillgodoföra sig indextilläggets fulla värde eller i varje fall större delen därav. Här föreligger uppenbarligen en lucka i lagen, som kan utnyttjas för att vinna icke avsedda skattelättnader. Indextillägg bör därför även vid avyttring betraktas som ränteinkomst och sålunda oavkortat beskattas som inkomst av kapital.

Om kontantmetoden skall tillämpas och beskattning av upplupna indextillägg sålunda skall ske först när de blir tillgängliga för lyftning, kommer ett vid avyttringen kumulerat indextillägg att oavkortat beskattas som inkomst av kapital. Avdrag skall emellertid givetvis medges för det ingående värdet. Detta beskattningsförfarande är avsett att tillämpas även för det fall att förutsättningar för realisationsvinstbeskattning föreligger, bl. a. med hänsyn till att den fallande skalan vid realisationsvinstbeskattningen eljest skulle reducera det indextillägg, som enligt vad ovan sagts skall i sin helhet beskattas. I tekniskt avseende innebär förfarandet i korthet att indextillägget fastställs till sitt belopp och utbrytes från den i samband med avyttringen uppkomna kapitalvinsten i övrigt. Den kvarstående vinsten kommer alltså att utgöra real vinst, som beskattas i den mån reglerna om realisationsvinstbeskattning är tillämpliga.

Genom det föreslagna beskattningsförfarandet inför man i skattelagstiftningen ett nytt institut, som innebär att avyttring och inlösen av indexlån i princip likställes samt att säljaren av ett indexlån behandlas på samma sätt som en långivare vid lånets inlösen. Vid fallande penningvärde uppkommer i förhållande till gällande rätt en skärpt beskattning av indexlån. Detta blir emellertid en konsekvens som får tagas, om man vill upprätthålla principen att indextillägg skall beskattas som inkomst av kapital vare sig det uppbares vid avyttring eller vid inlösen.

8.2.3

Vid *benefik överlåtelse* av indexlån sker ingen utbetalning av indextillägg. På grund härav uppkommer frågan huruvida beskattningen skall träffa *mottagaren* i samband med en sedermera verkställd avyttring eller vid lånets inlösen eller om *överlåtaren* skall beskattas för upplupna indextillägg i samband med överlåtelsen. En tillämpning av det första alternativet medför bl. a., att beskattning kan undgås genom att innehavaren omedelbart före inlösenstidpunkten genom gåva överlåter lånet på ett skattefritt subjekt eller till minderåriga barn, som inte påföres någon beskattningsbar inkomst. Vidare kan inte — såsom vid en fortlöpande kedja av avyttringar — varje överlåtelse bli föremål för beskattningsåtgärd. Härigenom uppstår svårigheter att utröna det ingångsvärde, som vid en kanske långt avlägsen tidpunkt skall frånräknas ett i samband med avyttring eller inlösen uppbyggt indextillägg. Dessa och andra skäl talar sålunda för att *överlåtaren* även vid benefika fång beskattas för det indextillägg, som upplupit under hans innehavstid, även om vissa invändningar kan riktas mot denna beskattningsmetod.

8.2.4

Det skisserade beskattningsförfarandet vid onerösa och benefika överlåtelser avser indexlån med kapitaliserade indextillägg. Vid överlåtelse av indexlån med *årlig utbetalning av indextillägget* blir förfarandet såtillvida annorlunda som säljaren eller annan överlåtare endast kan beskattas för det indextillägg som enligt index upplupit under förfluten del av året för överlåtelsen. Under tidigare år upplupna indextillägg har nämligen enligt kontantprincipen redan blivit beskattade.

8.3 Tidpunkt för den skattemässiga redovisningen av indextillägg och indexavdrag

8.3.1—3

Denna fråga har i betänkandet blivit belyst med utgångspunkt från gällande bestämmelser om kontantmässig redovisning, å ena sidan, samt bokföringsmässig redovisning, å andra sidan. Beträffande den bokföringsmässiga redovisningen har det jämväl befunnits erforderligt att lämna en redogörelse för de principer, som tillämpas vid bokföringsmässig värdering av tillgångar och skulder samt vid redovisning av intäkter och kostnader i räkenskaperna, samt hur dessa principer kan antas komma att verka med avseende på indexlån.

För indexlån med årligen utbetalade indextillägg behöver frågan om rätt beskattningsår inte vålla några svårigheter.

För indexlån med kapitaliserade indextillägg, som utbetalas vid lånetidens utgång, kan däremot såväl bokföringstekniska som skattemässiga problem uppkomma.

8.3.4

Frågan blir här om indextilläggen skall bli föremål för beskattningsåtgärd först

när utbetalning sker eller om beskattningsåtgärder fortlöpande skall vidtas och sålunda avse upplupna men icke utbetalade indextillägg. Båda metoderna har såväl fördelar som nackdelar. Dessa har i betänkandet blivit ganska ingående belysta. Då varken den ena eller den andra beskattningsmetoden lämpligen kan upphöjas till genomgående princip — bl. a. med hänsyn till de väsentliga avvikelser från gällande rätt som härigenom skulle uppstå — har den skattemässiga redovisningen av indextillägg, enligt vad som torde framgå av de i betänkandet förda resonemangen, ansetts kunna anordnas i huvudsak på följande sätt.

8.3.5—6

1) I förvärvskälla, för vilken kontantprincipen gäller, skall denna princip tillämpas av såväl långivare som låntagare. Beskattningsåtgärderna kommer då att hänföra sig till det beskattningsår, under vilket indexlånet inlösts eller överlätits.

2) Banker och försäkringsföretag skall tillämpa metoden med skatteplikt resp. avdragsrätt för upplupna indextillägg.

3) Övriga skattesubjekt med bokföringsmässig redovisning skall som långivare beskattas enligt kontantprincipen men som låntagare under vissa villkor medges avdrag för upplupna indextillägg i förvärvskällorna rörelse och sådan jordbruksfastighet, varav inkomsten redovisas enligt bokföringsmässiga grunder.

I sistnämnda fall uppkommer bristande kongruens mellan långivares och låntagares beskattning och denna inkongruens kan utnyttjas för vinnande av obehöriga skattelättnader. På grund härav bör rätten till avdrag för upplupna indextillägg göras beroende av en i varje särskilt fall av vederbörande

taxeringsmyndighet verkställd prövning. Om den skattskyldige uppträder som både långivare och låntagare bör vidare avdrag för upplupet indextillägg inte medges på så stor del av den indexreglerade skulden som motsvaras av en samtidigt innehavd indexbunden fordran, oavsett i vilken förvärvskälla denna fordran utgör tillgång.

8.4 *Reciprocitetsprincipen vid beskattning av indexlån*

8.4.1—2

Vid beskattningen av indexlån bör reciprocitetsprincipen gälla: om långivaren beskattas skall alltså låntagaren medges avdrag för indextillägg. Beträffande vissa typer av värdelån — s. k. *vinstandelslån* — kan man emellertid ifrågasätta om reciprocitetsprincipen genomgående skall tillämpas. I detta sammanhang har i betänkandet erinrats om att 1928 års bolagsskatteberedning ansett, att den rörliga delen av räntan på s. k. participating debentures — vilka utgör en form av vinstandelslån — borde jämföras med aktieutdelning och sålunda hänföras till icke avdragsgill kostnad för låntagaren. Någon bestämmelse härom har emellertid inte införts i skattelagstiftningen.

8.4.3

Vinstandelslånen — som inte har något direkt samband med behovet av värdesäkra placeringsformer — utmärkes av att de anknyter till det ekonomiska resultatet av låntagarens rörelse och grundar sig alltså inte på officiella indextal eller på priser som noteras i en marknad eller på en varubörs. »Indextillägget» på ett vinstandelslån kommer därför att vara nära besläktat med aktieutdelning, vilken utdelning med tillämpning av principen om dubbelbeskattning av aktiebolagens vinster utgör icke avdragsgill kostnad. Denna

princip har dock under senare år modifierats såtillvida som aktiebolag enligt en särskild förordning äger åtnjuta avdrag för viss utdelning på nyemissioner.

Eftersom rättsläget är oklart i vad mån avdragsrätt skall tillkomma låntagare, som emitterat vinstandelslån, bör denna oklarhet genom särskilt stadgande undanröjas.

Om man av olika anledningar anser sig böra gynna uppkomsten av vinstandelslån torde det bli nödvändigt att tillerkänna låntagaren avdragsrätt för indextillägg på sådana lån, även om man härigenom skulle komma att gynna sådana aktiebolag, som i stället för att verkställa nyemission av aktier väljer denna låneform för anskaffande av erforderligt kapital.

En obeskuren avdragsrätt för »indextillägg» på vinstandelslån innebär att man på en omväg gör avsteg från principen om dubbelbeskattning av aktiebolagens vinster. Det kan därför befinnas lämpligt att begränsa rätten till emission av sådana lån samt att utfärda bestämmelser som innebär att vinstandelslån endast får innehåsa av vissa subjekt, exempelvis försäkringsbolag och banker. Därvid måste emellertid beaktas den företrädesrätt att teckna nya aktier som enligt aktiebolagslagen tillkommer aktieägare.

8.5 Värdesäkringsavdrag

8.5.1

För att främst tillgodose de s. k. småspararnas behov av värdesäkra placeringsformer har ett system med värdesäkringsavdrag diskuterats. Detta avdrag har till syfte att i ett eljest nominalistiskt skattesystem värdesäkra kapitalplaceringar av mindre storlek, förslagsvis högst 10 000 kr. för ensamstående och 20 000 kr. för gift och därmed jämställd skattskyldig.

8.5.2—3

Avdraget har — liksom det nuvarande skattefria avdraget vid beräkning av inkomst av kapital — ansetts böra tillkomma endast fysisk person, som redovisar indextillägg som intäkt av kapital, och får inte ge upphov till underkottsavdrag vid taxeringen. Värdesäkringsavdraget skall till varje års taxering fastställas av Kungl. Maj:t på grundval av en allmän prisnivåindex. Eftersom utnyttjandet av värdesäkringsavdraget utgör en förmån som är avsedd att komma alla fysiska personer till godo, bör man kunna uppställa kravet, att denna förmån anknyses endast till sådana indexlån som regleras enligt samma index som värdesäkringsavdraget.

Då värdesäkringsavdraget är avsett att årligen få utnyttjas kommer detta avdrag att fylla sin funktion beträffande indexlån med årligen utbetalade indextillägg, exempelvis indextillägg som gottskrives inlåningsräkning i bank per den 31/12 varje år. För lån med kapitaliserade indextillägg kan man däremot i princip inte tillämpa ett system med årliga värdesäkringsavdrag, om kontantprincipen i enlighet med vad tidigare sagts skall tillämpas.

För att kunna fritaga ett kapitaliserat (kumulerat) indextillägg från beskattning måste man därför använda sig av ett system med *kumulerade värdesäkringsavdrag*. Ett dylikt system har emellertid befunnits medföra så betydande svårigheter att det inte kunnat förordas.

En annan metod för tillgodoförande av värdesäkringsavdrag utan att kontantmetoden behöver frångås har även övervägts, nämligen en metod med *balanserade värdesäkringsavdrag*. Även denna metod är emellertid svårhanterlig i tillämpningen. Den innebär i kortlighet att icke utnyttjade avdrag år från

år balanseras till dess det sålunda uppkomna »tillgodohavandet» kan avräknas från uppburna indextillägg.

8.5.4

Resultatet av den verkställda undersökningen har blivit, att möjligheterna att i skattesystemet införa värdesäkringsavdrag, som fyller sin avsedda funktion, torde vara ganska små såvitt gäller indexlån med kapitaliserade indextillägg.

Förutom taxeringstekniska svårigheter talar även andra omständigheter mot införandet av värdesäkringsavdrag. Sålunda kan en icke avsedd skattelättnad vinnas genom att en skattskyldig samtidigt uppträder som låntagare och långgivare. Vidare kan det antas att ett system med värdesäkringsavdrag endast till en början kommer att verka stimulerande på benägenheten att verkställa placeringar i form av indexlån, eftersom denna förmån försvinner sedan placeringarna nått fastställt maximum.

8.5.5

Slutligen bör nämnas att frågan om införande av ett *schablonmässigt värdesäkringsavdrag* kortfattat berörts i betänkandet.

Kapitel 9. Real beskattning av reallån; nominalistisk beskattning av övriga indexlån

9.2 Kombinationerna A-lån/B-lån samt penninglån/B-lån

9.2.1

Genom den samtidiga förekomsten av penninglån, A-lån och B-lån kommer en nominalistisk och en real beskattningsmetod att tillämpas vid sidan av varandra. Härigenom uppstår möjligheter för de skattskyldiga att genom olika transaktioner göra icke avsedda

skattefria vinster. Det har härvid förutsatts att en viss »dominerande» skattesats samt en allmänt förväntad prisstegring är bestämmande för den räntedifferens mellan penninglån, A-lån och B-lån, som medför att de tre låneformerna efter skatt betraktas som likvärdiga och alltså ger samma avkastning resp. föranleder samma kostnad.

Vid *högre* marginalskattesatser kan en dylik skattefri vinst erhållas genom att en skattskyldig som låntagare upptar ett penninglån eller A-lån och som långgivare placerar de upplånade medlen i ett B-lån. För skattskyldiga med *lägre* marginalskattesatser finns möjligheter att göra en motsvarande vinst genom att som låntagare uppta ett B-lån och som långgivare placera de upplånade medlen i penninglån eller A-lån. I båda fallen kommer kombinationen A-lån/B-lån att ge en mera säker skattefri vinst än kombinationen penninglån/B-lån, varför särskilt den förstnämnda kombinationen ur beskattningssynpunkt måste betecknas som icke önskvärd. I fråga om de skattefria subjekten bör en säker vinst alltid kunna påräknas. Då olika subjekt sålunda genom vissa transaktioner kan tillskansa sig mer eller mindre säkra skattefria vinster, blir det nödvändigt att såvitt möjligt söka få till stånd sådana anordningar att dylika vinster elimineras.

9.2.2

I fråga om kombinationen *A-lån/B-lån* har följande utvägar diskuterats.

För fallet låntagare med A-lån/långgivare med B-lån kan man föreskriva, att avdrag vägras för indextillägg på A-låneskulden eller — om denna överstiger B-lånefordringen — på så stor del av A-låneskulden som motsvaras av B-lånefordringen. Härigenom kommer man att tillämpa samma princip som lagfäst i 39 § 1 mom. 2 p. kommunal-

skattelagen angående förlust av rätt till avdrag för gäldränta som belöper på viss skattefri utdelning.

För fallet låntagare med B-lån/långivare med A-lån är det betydligt svårare att finna ett lämpligt korrektiv som avskräcker från den angivna kombinationen. I detta avseende har antytts möjligheten att man skulle kunna införa en särskild, från inkomstbeskattningen fristående avgift, som skulle påföras såväl skattefria som skattepliktiga subjekt. Avgiften skulle beräknas på sådant sätt att inte ens ett skattefritt subjekt kan göra någon vinst. För de skattepliktiga subjekten skulle detta innebära, att de åsamkas förlust i stället för vinst. Det är emellertid uppenbart, att en dylik »straffavgift» — för att den skall kunna bli effektiv — förutsätter omfattande kontrollåtgärder samt att man kan finna en lämplig form för avgiftens debitering och uttagande.

9.2.3

Beträffande kombinationen *penninglån/B-lån* kan visserligen sägas att redan nu gällande beskattningsregler medger möjligheter till skattefria vinster. En skattskyldig kan sålunda uppta ett penninglån, vars ränta är avdragsgill, och för lånebeloppet inköpa exempelvis en fastighet eller aktier, som därefter utan beskattningsspåföljd kan avyttras efter tio resp. fem år. Ovissheten om den framtida utvecklingen av penningvärdet kan också verka återhållande på benägenheten att uppträda som låntagare med penninglån och som långivare med B-lån eller tvärt om, eftersom risken för att förlust i stället för vinst skall uppkomma är större vid denna kombination än vid kombinationen A-lån/B-lån. Å andra sidan kan den skattefria vinsten vid en för den skattskyldige gynnsam indexutveckling bli större vid kombinationen penninglån/B-lån än vid

kombinationen A-lån/B-lån. Även kombinationen penninglån/B-lån kommer sålunda i beskattningshänseende att medföra icke önskvärda resultat.

9.3 *Reallåns beskattning i banker och försäkringsbolag*

Enligt gällande rätt får indexlån hos banker och försäkringsföretag betraktas som omsättningstillgångar (varulager). Detta innebär att indextillägg hos dessa skattesubjekt utgör intäkt eller kostnad i förvärvskällan rörelse.

Vad särskilt angår reallån (B-lån) hos banker skulle en nominalistisk beskattning av dessa lån medföra att bankerna får åtnjuta en förmån som inte tillkommer andra skattesubjekt, nämligen att reallånen indextillägg kommer att utgöra en vid taxeringen avdragsgill kostnad. Detta förhållande medför att bankerna genom att verkställa inlåning i form av reallån och utlåning i form av penninglån eller A-lån skulle erhålla en orimligt stor, av staten subventionerad räntemarginal. Om denna räntemarginal minskas — vilket förefaller sannolikt — kommer en snedvridning av kreditmarknadens funktionssätt att inträda och såväl långivare som låntagare utanför banksystemet kommer att finna det fördelaktigt att sluta låneavtal med en bank i stället för att anlita lånemarknaden i övrigt.

På grund härav och då det får anses ligga i sakens natur att två helt skilda metoder för beskattning av reallån hos banker och försäkringsföretag å ena sidan samt hos övriga skattesubjekt å andra sidan måste leda till allvarliga komplikationer, bör reallånen även hos banker och försäkringsföretag beskattas enligt den reala principen eller alltså som B-lån även om indexlånens nuvarande karaktär av omsättningstillgång härigenom delvis går förlorad. Härvid förutsättes att B-lånen i räknen-

skaperna redovisas skilda från övriga (nominalt beskattade) lån.

9.4 B-lån och realisationsvinstbeskattning

Vid realisationsvinstbeskattningen uppkommer frågan huruvida en sådan nominal vinst, som är föranledd av förändringar i den allmänna prisnivån, skall beskattas som realisationsvinst även för det fall att fråga är om reallån (B-lån). Som skäl för beskattning av en sådan vinst kan anföras, att en nominal värdestegring på exempelvis en fastighet enligt gällande rätt kan beskattas som realisationsvinst. Emellertid kräver ett konsekvent fullföljande av den reala beskattningsprincipen för reallånens del att indextillägg på sådana lån såsom utgörande enbart nominal vinst inte blir föremål för realisationsvinstbeskattning. Det finns även andra i betänkandet redovisade skäl som talar för denna ståndpunkt.

Visserligen kommer tillämpningen av en real princip även vid realisationsvinstbeskattningen av reallån att medföra en diskrepans mellan reallån å ena sidan samt annan egendom å andra sidan. Att så blir fallet beror emellertid på att man för viss egendom — reallån — tillämpar en real princip för att just denna egendom oberoende av prisnivåförändringar och inverkan genom beskattningen skall kunna bibehålla sitt reala värde. För att den angivna diskrepansen skall bortfalla fordras uppenbarligen att realisationsvinstbeskattningen genomgående får real karaktär.

Slutsatsen av de förda resonemangen blir, att reallån även vid realisationsvinstbeskattningen bör behandlas enligt real metod, varigenom denna metod blir allenarådande vid beskattningen av reallån. Härigenom kommer alltså reallånen att bli föremål för realisations-

vinstbeskattning endast i den mån real vinst uppkommer. En real vinst kan exempelvis vara föranledd av sådan kursstegring, som beror på förändringar i ränteläget.

9.5 Låntagarna och B-lånen

Beträffande frågan hur låntagarna kan komma att ställa sig till en sådan låneform som B-lån har i betänkandet till en början framhållits att B-lån ur *kostnadssynpunkt* inte behöver ställa sig dyrare än penninglån eller A-lån. Förlusten av avdragsrätten för B-lånens indextillägg bör nämligen kompenseras av att räntan på dessa lån blir lägre än räntan på penninglån och A-lån.

För en låntagare med real värdering bör däremot B-lån ur *risksynpunkt* vara att föredra framför penninglån och A-lån, eftersom bedömningen av den reala kostnaden blir säkrare vid B-lån än vid penninglån eller A-lån.

Det sagda gäller emellertid inte i fråga om låntagare med tillgångar som avskrivs enligt den gällande nominalistiska principen och där alltså avskrivningsunderlaget (den ursprungliga anskaffningskostnaden) inte påverkas av penningvärdets förändringar. Om kapitalskulden utgöres av ett B-lån kommer skuldens nominala värde att ändras men dess reala värde förblir oförändrat under lånetiden. I fråga om avskrivningsunderlaget gäller däremot att dess nominala värde förblir oförändrat, medan det reala värdet och därmed också de reala avskrivningarna kommer att variera med penningvärdets förändringar. För att minska osäkerheten i fråga om de reala avskrivningarnas storlek bör därför en *real avskrivningsmetod* tillämpas. En sådan real avskrivningsmetod — den s. k. indexvärdemetoden — har belysts i bilaga 1.

9.6 Slutsatser

Förekomsten av en real metod för beskattning av en viss typ av indexlån i ett skattesystem, som eljest bygger på nominalistisk grund, kan bl. a. medföra, att de skattskyldiga utnyttjar beskattningsreglerna i syfte att tillgodoföra sig skattefria vinster. Detta gäller inte endast vid en kombination av penninglån och B-lån utan även och framför allt vid en kombination av A-lån och B-lån. Möjligheterna att genom acceptabla och effektiva åtgärder förhindra uppkomsten av dylika vinster får — såvitt nu kan bedömas — anses vara mindre gynnsamma.

Om man därför ändå vill främja uppkomsten av en indexlånemarknad, som även omfattar reall beskattade indexlån, torde en upplåning i form av B-lån få förbehållas *staten*. Härigenom skulle de lågt beskattade och skattefria subjektens möjligheter till icke avsedda skattevinster genom upplåning i B-lån och utlåning i penninglån eller A-lån komma att elimineras. Beträffande de högt beskattade subjektens möjligheter till liknande vinster genom upplåning i A-lån och utlåning i B-lån kan man *antingen* införa den tidigare berörda regeln att rätten till avdrag för A-lånets indextillägg slopas eller, i förekommande fall, begränsas *eller* för varje subjekt maximera tillåtet innehav av fordringar i form av B-lån, varigenom möjligheterna till skattefria vinster i varje fall kommer att väsentligt reduceras. Det sistnämnda alternativet bör ur skatteteknisk synpunkt vara att föredra. Om tillåtet innehav av fordringar i form av B-lån maximeras kommer detta givetvis att återverka även på de skattskyldigas möjligheter att genom upplåning i penninglån och utlåning i B-lån tillgodoföra sig obeskattade vinster.

En begränsning i rätten att förvärva

av staten emitterade B-lån skulle göra det möjligt även för subjekt med låga skattesatser att åtminstone i viss utsträckning placera i reall beskattade indexlån. Om inköpsrätten inte begränsas är det däremot fara värt att det blir subjekten med de höga skattesatserna som i första hand kommer att inköpa de av staten emitterade indexlånen. På sätt som framgår i betänkandet kommer nämligen den realla beskattningen att leda till att dessa lån blir särskilt attraktiva placeringsobjekt för subjekt med höga skattesatser även vid förhållandevis låga realräntor. Härigenom kan subjekt med låga skattesatser komma att utestängas från möjligheten att placera i reall beskattade indexlån, om dessa lån fritt får inköpas och överlåtas.

Bilaga 1. Real beskattning av kapitalinkomster och kapitalvinster

Den främsta anledningen till att frågan om en mera allmän real beskattning upptagits till behandling inom kommittén har varit att en sådan beskattning skulle undanröja de möjligheter till skatteflykt, som uppkommer enligt det beskattningsalternativ som innebär real beskattning av reallån men nominalistisk beskattning av övriga indexlån samt penninglån. Härtill kommer givetvis att den realla beskattningsmetoden är den metod som bäst tillgodoser indexlånenas huvudsyfte.

B 1.1 Real metod för beräkning av kapitalintäkt och kapitalkostnad

En real metod för beskattning av räntan på ett *penninglån* innebär i princip, att den nominala avkastningen minskas genom medgivande av ett avdrag, motsvarande den värdeminskning som kapitalet undergår till följd av fallande penningvärde. Detta avdrag har

benämnts *realavdrag*. Såsom skattepliktig inkomst kvarstår därefter endast den reala ränteinkomsten. På motsvarande sätt minskas den nominala räntekostnaden för en låntagare med realavdraget, varefter endast den reala räntekostnaden kvarstår som avdragsgill kostnad.

Realavdraget skall i princip beräknas efter det procenttal, som motsvarar prisstegringen enligt en allmän prisnivåindex (konsumentprisindex). På grund härav kan det i tider av kraftig inflation inträffa, att realavdraget blir större än den nominala intäkten eller kostnaden. Om så blir fallet bör härigenom uppkommet underskott för långivaren medges till avdrag. På motsvarande sätt bör den överskjutande delen av realavdraget för låntagarens vidkommande redovisas som intäkt.

Enligt vad ovan sagts skall realavdraget i princip beräknas till belopp som motsvarar den procentuella prisstegringen. Vid 2 % prisstegring skall alltså realavdraget motsvara 2 % ränta vare sig den nominala räntesatsen är fastställd till 5 % eller 6 %. Realavdraget kommer alltså i det förra fallet att motsvara 40 % men i det senare fallet 33,33 % av den nominala inkomsten eller kostnaden. Härigenom får en »real riktig» beskattning anses komma till stånd.

Emellertid torde det i praktiken knappast bli möjligt att använda en sådan differentierad metod för beräkning av realavdraget. Man skulle nämligen få laborera med en mångfald olika procenttal med hänsyn till relationen mellan den procentuella prisstegringen och den i det enskilda fallet tillämpade nominala räntesatsen. Det har därför blivit nödvändigt att undersöka, om inte någon mera schablonmässig metod för beräkning av realavdraget kan komma till användning. Två olika alternativ

har därvid diskuterats, nämligen dels en »kapitalmetod» (alt. I) och dels en »normalräntemetod» (alt. II).

Enligt *kapitalmetoden* skall realavdraget beräknas på grundval av kapitalet. Här möter emellertid svårigheter att fastställa vilka tillgångar och skulder som skall ingå i ett positivt eller negativt kapital. Vidare kommer en riktig uträkning av realavdraget att i hög grad kompliceras till följd av kapitalets större eller mindre växlingar under beskattningsåret. Det blir inte heller möjligt att beräkna realavdraget på grundval av kapitalets genomsnittliga storlek (medeltalet av behållningen vid årets början och slut), eftersom en sådan schablonmässig beräkning direkt kan komma att inbjuda till vissa transaktioner i syfte att få till stånd en så låg taxering som möjligt.

Enligt *normalräntemetoden* skall realavdraget beräknas med direkt utgångspunkt från den redovisade nominala ränteinkomsten eller räntekostnaden. Man anknyter realavdraget till en fastställd »normalränta», och det blir därefter relationen mellan denna normalräntesats och den procentuella prisstegringen som kommer att utvisa det procenttal, enligt vilket realavdraget genomgående skall beräknas. Denna beräkningsmetod är i och för sig enkel i tillämpningen. Den leder emellertid till att långivare och låntagare, vilkas fordringar resp. skulder förräntas efter högre räntesatser än normalräntan, kommer att erhålla ett för högt realavdrag, medan det motsatta förhållandet inträffar för långivare och låntagare, vilkas fordringar resp. skulder förräntas efter lägre räntesatser än normalräntan, allt i jämförelse med långivare eller låntagare, för vilka den avtalade räntesatsen överensstämmer med normalräntan. Man kan visserligen tänka sig att tillämpa flera normalräntesatser, exem-

pelvis en normalränta för utlåning och en normalränta för inlåning, men inte heller i detta fall uppnås ett tillfredsställande resultat. Härtill kommer att beskattningsförfarandet kompliceras om man har att tillämpa flera normalräntesatser. De angivna konsekvenserna av normalräntemetoden kommer visserligen att mildras, om det gynnsamma beskattningsresultatet för vissa långivare eller låntagare leder till att eljest tillämpade räntesatser sänkes eller höjes i riktning mot normalräntesatsen. Emellertid kvarstår det förhållandet, att vissa räntedifferenser ändock alltid kommer att finnas.

För *reallån* eller sålunda indexlån reglerade med den index, som ligger till grund för det reala skattesystemet, kommer indextilläggen att betraktas som amorteringar och skattemässigt behandlas som sådana. Realavdraget skall alltså motsvara indextillägget. I förenklingssyfte bör därför endast den reala räntan redovisas som intäkt resp. kostnad.

I fråga om *andra indexlån än reallån* bör däremot såväl ränta som indextillägg redovisas. Från summan av dessa båda poster avräknas därefter realavdraget på samma sätt som realavdraget vid penninglån avräknas från den totala ränteinkomsten. Vad särskilt angår normalräntemetodens tillämpning på ifrågavarande indexlån kan denna metod leda till att realavdraget kommer att omfatta inte endast indextillägget utan även en större eller mindre del av räntan, om normalräntesatsen bestämmes med utgångspunkt från penninglånens räntesatser.

I fråga om *utdelning på aktier och vinstandelslån* torde sådan utdelning i dess helhet kunna betraktas som real kapitalinkomst och sålunda beskattas enligt nu gällande regler. Däremot kräver den reala principen för dessa vär-

dehandlingars vidkommande att övergång sker till en real kapitalvinstbeskattning.

Liksom man i fråga om reallån endast redovisar den reala räntan skulle ett motsvarande förfaringssätt kunna tänkas även beträffande den stora massan av penninglån. Om nämligen erforderliga tekniska och personella resurser finns att tillgå borde det inte vara otänkbart att en uträkning av den reala räntan på in- och utlåningsräkningar verkställes genom bankernas försorg, varefter uppgifter om den reala räntans storlek införes i motböcker och på låneavvier eller lånekvitton. En liknande uträkning torde kunna ske i fråga om obligationsräntor. Bestyret med uträkning och kontroll av realavdrag skulle härigenom avsevärt reduceras såväl för de skattskyldiga som för taxeringsmyndigheterna.

Införandet av en real beskattningsmetod kommer inte endast att ge upphov till åtskilliga skattek tekniska frågor utan även föranleda vissa *övergångsproblem*. En differens i räntenivån kan nämligen antas komma att föreligga mellan äldre lån med bundna räntesatser, som fastställts med hänsyn till ett nominalistiskt skattesystem, samt nya lån med räntesatser som anpassats till ett realt skattesystem. Då räntesatserna för de äldre lånen får anses vara delvis skattebetingade, synes dessa lån fortfarande böra behandlas enligt den nominalistiska principen.

B 1.2 Real metod för beräkning av kapitalvinst (realisationsvinst) och kapitalförlust (realisationsförlust)

Om man tillämpar en real metod vid beskattning av kapitalinkomster är det naturligt att tillämpa en sådan metod även vid beskattning av kapitalvinster. Men även om man i övrigt bibehåller den nominalistiska beskattningen kan

en real beskattning av kapitalvinster — åtminstone för vissa tillgångar — vara motiverad ur risksynpunkt. Med en real beskattning av kapitalvinster kommer nämligen placerarna i högre grad än vid nominalistisk beskattning att vara säkra på att få bibehålla ett realt oförändrat kapital.

I princip innebär en real kapitalvinstbeskattning att inköpspriset för den avyttrade egendomen med hjälp av en allmän prisnivåindex omvandlas i det penningvärde, som gäller vid försäljningstidpunkten, samt att skillnaden mellan försäljningspriset och det indexomräknade inköpspriset utgör real vinst. I den mån de nuvarande reducerande skalorna bibehålles — vilket kan motiveras med att spekulationssyftet försvagas med innehavstidens längd — kommer den framräknade reala vinsten därefter att reduceras enligt de procentsatser som framgår av dessa skolor.

Emellertid har man vid realisationsvinstbeskattningen att ta hänsyn även till andra faktorer än inköpspris och försäljningspris. Vid avyttring av fastighet gäller sålunda bl. a. att även förbättringskostnader skall frånräknas försäljningspriset samt att åtnjutna värdeminskingsavdrag skall återföras till beskattning.

I fråga om förbättringskostnader måste även dessa indexregleras med hänsyn till den allmänna prisutvecklingen under tiden från deras uppkomst fram till försäljningstillfället.

Beträffande medgivna värdeminskingsavdrag skall dessa återföras till beskattning och kommer sålunda att öka eljest framkommen vinst. Man kan emellertid inte — såsom för närvarande sker — sammanräkna de under innehavstiden medgivna avdragsbeloppen utan man har att konstatera, hur stor del av det vid försäljningstillfället gäl-

lande reala avskrivningsunderlaget som avskrivits och återföra denna reala avskrivning till beskattning. Om sålunda en å fastigheten befintlig byggnad under innehavstiden avskrivits med sammanlagt 10 % samt det reala avskrivningsunderlaget på grund av fallande penningvärde stigit från 100 000 kr. till 120 000 kr. skall 12 000 kr. återföras till beskattning.

En real kapitalvinstbeskattning kommer att aktualisera även vissa andra spörsmål. Man kan sålunda ifrågasätta, om inte avdrag för real förlust bör medges även om kvittning inte kan ske mot real vinst. Vidare kan man överväga i vad mån de nuvarande tidsfristerna skall bibehållas eller om en förlängning av dessa skall komma till stånd. En dylik förlängning torde emellertid i praktiken kunna genomföras endast såvitt gäller lös egendom.

Om den avyttrade egendomen är *skuldbelastad* har säljaren vid en i övrigt nominalistisk beskattning medgivits avdrag för hela den erlagda nominala skuldräntan. Med ett realt betraktelsesätt skulle man då kunna göra gällande, att säljaren under innehavstiden erhållit avdrag även för reala amorteringar och att dessa därför bör återföras till beskattning vid bestämmandet av den reala vinsten. Det är givet att ett dylikt återförande till beskattning av vad som anses vara reala amorteringar måste bli mycket komplicerat. Om man emellertid anser, att en låntagares inflationsvinster bör återföras till beskattning vid beräkning av realisationsvinst, kan man inte gärna bortse från de inflationsvinster som för en låntagare kan uppkomma även i andra förvärvskällor. Man kan dock med fog ställa frågan, huruvida resonemang om återförande till beskattning av reala amorteringar överhuvudtaget är hållbart. Ett sådant resonemang

måste nämligen bygga på antagandet att den »riktiga» reala räntenivån under innehavstiden kan fastställas. Detta är emellertid inte möjligt, eftersom man inte vet i vilken omfattning en sedermera inträffad prisstegring av båda parter faktiskt förutsågs vid låneavtalets ingående och vid bestämmandet i samband härmed av den nominala räntesatsen. Man kan sålunda inte avgöra, hur stor del av låntagarens inflationsvinst, som varit *icke avsedd*, och därmed av sådan karaktär, att den bör återföras till beskattning. Resultatet av det förda resonemanget blir sålunda, att det torde saknas anledning att vid beräkningen av den reala vinsten göra åtskillnad mellan skuldbelastad och skuldfri egendom. Det bör framhållas att frågan om beskattning av låntagares inflationsvinster överhuvudtaget inte blir aktuell, om en real metod för beräkning av kapitalkostnader genomgående tillämpas. En real kapitalvinstbeskattning är sålunda nära förknippad med en real metod för beräkning av kapitalintäkter och kapitalkostnader, vilket förhållande särskilt framträder i fråga om sådana tillgångar som inte har real karaktär, exempelvis penninglån.

I anslutning till frågan om en real kapitalvinstbeskattning har i en särskild promemoria (bilaga 2)¹ till behandling upptagits frågan om realisationsvinstbeskattning vid försäljning av *egnahemsfastighet* m. m. I promemorian har alternativt föreslagits antingen att vinst vid avyttring av en- och tvåfamiljsfastighet, andel i bostadsförening m. m. skall vara undantagen från realisationsvinstbeskattning eller att denna skattefrihet göres beroende av huruvida motsvarande ny egendom förvärvats som ersättning för den gamla.

¹ Se Indexlån, del II, SOU 1964:2.

B 1.3 Real beskattning av banker, livförsäkringsbolag samt allmännyttiga bostadsföretag m. fl.

B 1.3.1

I fråga om *banker* har tidigare berörts de beskattningsproblem som uppkommer vid tillämpningen av en real metod för beskattning av reallån samt en nominalistisk metod för beskattning av övriga lån. Dessa problem skulle i princip kunna undvikas vid tillämpning av en genomgående real beskattningsmetod. Bankernas indexlån kan nämligen då behandlas på samma sätt som övriga värdepapperstillgångar utan några snedvridande effekter.

Vid tillämpning av en reallåntillräcklig (differentierad) metod för beräkning av realavdraget blir beskattningsresultatet detsamma som enligt gällande rätt men endast under förutsättning att utlåningsvolymen är lika stor som inlåningsvolymen. Är utlåningsvolymen däremot större än inlåningsvolymen kommer en real metod att ställa sig gynnsammare än en nominal metod, medan det motsatta förhållandet inträffar om inlåningsvolymen är större än utlåningsvolymen.

B 1.3.2

Beträffande *livförsäkringsbolag* får man göra åtskillnad mellan kapitalförsäkringar och pensionsförsäkringar.

För *kapitalförsäkringar* gäller att avkastningen på inbetalade premier beskattas hos försäkringsgivaren. Om man för livförsäkringsbolagens del tillämpar normalräntemetoden och normalräntan exempelvis motsvarar medeltalet av de genomsnittliga in- och utlåningsräntorna, kommer försäkringsbolagen med hänsyn till de mycket betydande belopp, varom här är fråga, att få en särskilt gynnsam beskattning

även om avkastningen på placerade medel utgår efter en räntesats som endast obetydligt överstiger normalräntan. Den omständigheten att försäkringsbolagen även har utgiftsräntor, som sannolikt beräknas efter en högre räntesats än normalräntan, kommer därvid att få en ganska ringa betydelse, eftersom dessa räntor torde vara förhållandevis obetydliga i jämförelse med inkomsträntorna.

Beskattningen av *pensionsförsäkringar* är så anordnad, att premierna är avdragsgilla hos försäkringstagaren och att utfallande belopp i sin helhet beskattas hos denne. De utfallande beloppen utgöres i princip av de erlagda premierna — vilka alltså återföres till beskattning — jämte härå upplupen avkastning. Med tillämpning av ett realt betraktelsesätt bör då det reala värdet av premierna jämte den reala avkastningen härå bli föremål för beskattning i samband med utbetalningen. Eftersom summan av de indexreglerade premierna och den reala avkastningen på dessa kommer att i huvudsak motsvara det belopp, som enligt gällande regler beskattas då utbetalning sker, synes nuvarande beskattningsregler i huvudsak kunna bibehållas oförändrade.

B 1.3.3

För *allmännyttiga bostadsföretag, egenahemsägare m. fl.* tillämpas en schablonmässig metod vid beräkning av inkomsten av annan fastighet. En övergång till real metod vid beräkning av den avdragsgilla räntekostnaden kommer vid fallande penningvärde att medföra höjd beskattning. Om man vill undvika att skärpa beskattningen för dessa skattesubjekt ligger det närmast till hands att justera de procentsatser, enligt vilka fastighetsintäkterna beräknas.

B 1.4 Real metod för beräkning av skattemässiga avskrivningar på maskiner

B 1.4.1

Den avskrivningsmetod, som i förening med en real princip för beräkning av låntagarnas kapitalkostnader åstadkommer den största säkerheten i fråga om avskrivningarnas reala storlek, är den s.k. *indexvärdemetoden*. Avskrivningsunderlaget kommer enligt denna metod att följa de förändringar i prisnivån som kan avläsas medelst en allmän prisnivåindex. Denna reala avskrivningsmetod kan sålunda sägas fungera som om penningvärdet vid tillämpning av en nominalistisk avskrivningsmetod vore konstant.

B 1.4.2

Vid en planenlig, indexreglerad avskrivning kommer avskrivningsunderlagets och därmed också avskrivningarnas nominala belopp att variera med hänsyn till indextalens förändringar. I tider av inflation skall alltså avskrivningsunderlaget uppskrivas med ett tal som motsvarar prisstegringen. Mätt i reala termer kommer däremot såväl avskrivningsunderlaget som avskrivningarna att förbli oförändrade.

För att vid en viss tidpunkt kunna konstatera, hur stor del av en tillgång som avskrivits resp. kvarstår oavskrivnen, har man att utgå från det vid tidpunkten gällande indexreglerade avskrivningsunderlaget. Om tillgången är avskrivnen med exempelvis 40 % kommer alltså 40 % av gällande avskrivningsunderlag att motsvara de verkställda avskrivningarna, medan 60 % av samma avskrivningsunderlag utgör det taxeringsmässiga restvärdet.

Vid *avyttring* kommer den skattepliktiga vinsten att motsvara skillnaden mellan försäljningspriset samt den del

av gällande avskrivningsunderlag för den avyttrade tillgången som kvarstår oavskriven. Vid fallande penningvärde innebär detta att vinsten i kronor räknat blir mindre och en eventuell förlust större än enligt gällande regler.

Sedan avyttring eller utrangering ägt rum skall avskrivningarna i fortsättningen beräknas på det *kvarstående avskrivningsunderlaget*. Detta framkommer som skillnaden mellan det totala indexreglerade avskrivningsunderlaget samt indexreglerade värdet av den avyttrade eller utrangerade tillgången vid den tidpunkt då tillgången avföres från planen. För kommande beskattningsår uppräknas därefter det kvarstående avskrivningsunderlaget enligt den procentsats som motsvarar prisstegringen under resp. år.

Vid *avvikelse från värdeminskningsplanen* genom jämkning eller förskjutning av värdeminskningsavdrag till något senare beskattningsår kan man ifrågasätta, om även ett jämkat eller förskjutet avdrag skall indexregleras. Indexvärdemetoden får anses innebära, att det planenliga avdraget för visst år skall motsvara detta års värdeminskning, beräknat i samma års penningvärde. Enligt detta betraktelsesätt skulle sålunda någon indexreglering av jämkade eller förskjutna avdrag inte äga rum. Eljest möter rent tekniskt inte några svårigheter att med hjälp av index omräkna sådana icke utnyttjade avdrag som först framdeles skall åtnjutas.

Planenlig avskrivning innebär i princip inte att den taxeringsmässiga avskrivningen skall överensstämma med den bokföringsmässiga. I vissa fall — exempelvis vid avvikelse från värdeminskningsplanen — fordras dock i regel att sådan överensstämmelse råder. Enligt gällande värderingsprinciper får emellertid uppskrivning av anläggningstillgångar inte äga rum. För att angiven

överensstämmelse skall vinnas fordras därför uppenbarligen att nuvarande regler för den bokföringsmässiga värderingen ändras. En övergång till indexreglerade avskrivningar torde emellertid i och för sig inte påkalla ändring av den bokföringsmässiga redovisningen även om en sådan ändring kan få viss betydelse ur kontrollsynpunkt. Om även en bokföringsmässig uppskrivning anses böra komma till stånd skall det belopp, varmed uppskrivning skett, givetvis inte beskattas som inkomst.

I fråga om den taxeringstekniska kontrollen av värdeminskningsplanerna kommer denna kontroll med säkerhet att bli betydligt mer komplicerad och kräva större noggrannhet än om gällande system bibehålles.

En övergång till reala avskrivningar kommer inte nödvändigtvis att medföra lindrigare beskattning. Om nämligen den nuvarande planenliga avskrivningen sker i snabbare takt än som motsvarar tillgångens ekonomiska livslängd kan införandet av en real avskrivningsmetod i förening med avskrivningsperiodens anpassning till den verkliga varaktighetstiden medföra ett beskattningsresultat som i stort sett överensstämmer med det nuvarande.

B 1.4.3

En real avskrivningsmetod får anses vara mindre motiverad vid räkenskapsenlig än vid planenlig avskrivning, eftersom den räkenskapsenliga avskrivningen i princip är oberoende av tillgångens ekonomiska varaktighetstid och därför kan ske i betydligt snabbare takt än den planenliga avskrivningen. Härigenom kan företagen under inflations-tider erhålla kompensation för att avskrivningarna inte får verkställas på ett nuvärde utan på den ursprungliga anskaffningskostnaden. I tekniskt avseende torde det emellertid i stort sett vara

enklare att tillämpa en real metod vid räkenskapsenlig än vid planenlig avskrivning.

Vid tillämpning av den s.k. *30-regeln* kommer indexvärdemetoden i princip att innebära, att det ingående bokförda värdet — som i sig inkluderar restvärdet för samtliga inte helt avskrivna maskiner och inventarier — vid fallande penningvärde uppräknas med det tal som motsvarar prisstegringen. I förekommande fall lägges härtil den faktiska anskaffningskostnaden för sådana nytillkomna inventarier som vid årets slut fortfarande tillhör rörelsen. Summan av dessa båda poster utgör avskrivningsunderlaget. För det fall att ersättning under beskattningsåret uppburits för avyttrade eller förlorade inventarier kommer en sådan omständighet inte att medföra några komplikationer.

Vid tillämpning av *kompletteringsregeln* blir förfarandet såtillvida besvärligare som anskaffningskostnaden för inventarier, som inköpts under de tre åren före det aktuella beskattningsåret, måste för varje sådant anskaffningsår omräknas med hänsyn till prisutvecklingen under hela den förflutna innehavstiden. Det måste också beaktas att det på sådant sätt framkomna indexreglerade anskaffningsvärdet för varje år i förekommande fall skall minskas med det likaledes indexreglerade anskaffningsvärdet för sådana inventarier som avyttrats eller utrangerats.

Beträffande den indexreglerade räkenskapsenliga avskrivningen gäller i ännu högre grad än i fråga om den motsvarande planenliga att överensstämmelse mellan bokföringsmässiga och taxeringsmässiga avskrivningar inte erhålles om man inte gör avsteg från gällande regler för värdering av anläggningstillgångar.

B 1.5 Real metod för beräkning av skattemässiga avskrivningar på byggnader

Vid tillämpning av indexvärdemetoden för beräkning av reala avskrivningar på byggnader — häri inräknat vissa till byggnad hörande inventarier — kommer avskrivningsunderlaget att utgöras antingen av den indexreglerade anskaffningskostnaden, i den mån storleken av denna kan visas, eller av det taxerade byggnadsvärdet. Sistnämnda värde skall enligt gällande bestämmelser motsvara byggnadens allmänna saluvärde vid den tidpunkt då allmän fastighetstaxering äger rum.

Eftersom allmän fastighetstaxering författningsenligt skall ske vart femte år kan man givetvis ifrågasätta behovet av en indexreglering under löpande period av det vid sådan taxering åsatta byggnadsvärdet. Om en indexreglering kommer till stånd har man emellertid att beakta regeln att nytt taxeringsvärde, som i anledning av ny-, till- eller ombyggnad åsättes under löpande period, skall anges i det penningvärde som var gällande vid föregående allmänna fastighetstaxering. Denna bestämmelse medför sålunda, att även ett helt nytt taxeringsvärde måste uppräknas om prisstegring inträtt under den tid som förflutit från närmast föregående allmänna fastighetstaxering.

De procentsatser som tillämpas vid avskrivning på byggnader är förhållandevis låga. I synnerhet gäller detta förvärvskällan annan fastighet. På grund härav kan man ifrågasätta, om en indexreglering av avskrivningsunderlaget överhuvudtaget är erforderlig. Om en real avskrivningsmetod tillämpas för maskiner och inventarier bör emellertid konsekvensen fordra att så sker även med avseende på byggnader. I detta sammanhang erinras emellertid om att allmännyttiga bostadsföretag,

villaägare och vissa andra skattesubjekt inte äger åtnjuta avdrag för värde-minskning å byggnader.

Sammanfattningsvis kan beträffande ett reallt skattesystem sägas att det ger upphov till åtskilliga beskattningsproblem, som förefaller mycket vanskliga och som tarvar betydligt mera ingående undersökningar än som presterats i den i ämnet upprättade promemorian. I praktiskt deklarations- och taxeringsarbete kommer ett sådant system säkerligen att vålla betydande svårigheter av skilda slag. Framställningen torde även ge belägg för att införandet av vissa schablonmässiga metoder för beräkning av reala kapitalintäkter och kapitalkostnader kan komma att otillbörligt gynna vissa skattesubjekt, även om dessa metoder med tillämpning av en real värdering får anses åstadkomma ett riktigare resultat än som ernås vid

bibehållande av den gällande nominalistiska beskattningsprincipen. Det bör också framhållas, att även om man med tillämpning av normalräntemetoden kan få till stånd en sådan sammanpressning av räntesatserna, varom i olika sammanhang talats, kan denna sammanpressning dock aldrig få en sådan omfattning att inte vissa räntedifferenser kommer att finnas. På grund härav kan man inte heller helt undvika de mindre tilltalande konsekvenser som uppkommer genom tillämpning av denna metod. Om man därför önskar införa ett reallt skattesystem, torde man — såvitt nu kan bedömas — böra tillämpa de i promemorian angivna mera differentierade metoderna för beräkning av reala intäkter och kostnader även om dessa metoder kommer att medföra en ytterligare komplicering av beskattningsförfarandet.

Avdelning III

Kapitel 10. Staten och indexlåne- marknaden

En naturlig utgångspunkt för resonemangen kring statens politik på indexlåne marknaden är de ekonomiska eller politiska mål som man med hjälp av indexlån kan uppnå. Det kan betyda antingen att realiserandet av dessa mål är exklusivt förbundet med införandet av indexlån eller att de uppnås lättare med indexlån än med andra, alternativa åtgärder. Mot dessa fördelar med indexlån bör ställas deras nackdelar, vilka kan ta sig uttryck bl. a. däri att den ekonomiska politiken i andra avseenden försvåras. Nedan återges huvuddragen i denna avvägningsprocess, vilken dock inte kan föras till slut utan att hänsyn tas till den följande analysen av index-

låne marknadens funktionssätt och penningpolitikens problem i en dubbel kreditmarknad.

10.2 Skattefrågans lösning

Utredningen av indexlåns skattemässiga behandling visade att en beskattning som lämnar indexlåns egenskap av värdesäkra kontrakt intakta, knappast kan uppnås utan att en allmän realbeskattning av kapitalinkomster, kapitalutgifter och kapitalvinster genomföres. På kort sikt synes man därför böra anta, att indexlån beskattas enligt en nominalistisk princip: compensationen för penningvärdeförändringarna, dvs. indextilläggen, utgör skattepliktig inkomst resp. avdrag. Reallt beskattade indexlån kan tänkas förekomma endast

när staten står som låntagare. Beroende på hur risken för vissa spekulativa operationer i syfte att utnyttja indextilläggs skattefrihet bedömes, är det tänkbart, att dessa lån måste ransoneras och utges i mindre poster. Ur penningpolitisk synpunkt kan de därför antas komma att spela en negligibel roll.

Det största intresset för placeringar i nominalt beskattade indexlån torde komma att uppvisas av skattesubjekt med förhållandevis låga skattesatser, t. ex. skattefria stiftelser och livförsäkringsbolag. Dit hör även hushåll med inte alltför höga inkomster eller med förmögenheter av sådan storleksordning, att kapitalinkomsterna skattebefrias av schablonavdraget för dylika inkomster. Däremot är det mindre troligt, att skattesubjekt med höga skattesatser kommer att söka placeringar i indexlån med behovet av värdesäkring som drivfjäder. En omständighet av särskild betydelse är att indexlån för denna kategori knappast blir något substitut för aktieplaceringar eller annat innehav av realkapital.

Indexlåns egenskaper som ekonomiskt-politiskt medel påverkas också. I och med att indexlån endast ger ett begränsat skydd mot penningvärderisken minskas möjligheterna att med hjälp av indexlån påverka det enskilda sparandets omfattning och investeringsurvalet.

Å andra sidan kan resultatet av en nominalistisk beskattning av indexlån aldrig bli att de nämnda egenskaperna helt försvinner. Ur värdesäkringssynpunkt är även nominalt beskattade indexlån bättre än penninglån. I den mån riskreduktion påverkar sparandet positivt, finns det fortfarande en sådan egenskap hos indexlån som inte finns hos penninglån. Och även om indextillägg får avdras vid beskattningen och kapitalkostnaden för företagen sålunda

blir lägre desto starkare inflationstakten är, måste de dock vid användandet av indexlån ta större hänsyn till investeringsprojektets reala räntabilitet än vad de behöver göra vid penninglån.

Därtill kommer att andra argument för introduktionen av indexlån kvarstår orubbade. Det är framför allt möjligheterna att undgå förskjutningar av förmögenhetsfördelningen vid en icke förväntad inflation. Indexlån kan också i full utsträckning utnyttjas som medel i den för närvarande förda bostadspolitiken.

10.3 Behovet av värdesäkring

Den grundläggande förutsättningen för en positiv attityd från statsmakternas sida till indexlån bör vara en önskan att tillgodose allmänhetens behov av skydd mot penningvärderisker vid finansiella kontrakt. Det skulle därvid kunna hävdas att staten skall avstå från sådana ingrepp i kreditmarknaden och dess prisbildning, som styr detta behov och ger det en viss form eller omfattning. Allmänheten skall själv avgöra till vilket pris den vill köpa skyddet mot penningvärderisker, antingen den uppträder som långivare eller låntagare. Genom »de fria marknadskrafterna» bestäms då behovets storlek. Ur teknisk synpunkt betyder detta, att den relativa prisbildningen på kreditmarknaden måste lämnas fri; *endera* av penning- och realränta får bestämmas av marknadsförhållandena.

Otvivelaktigt ligger det då närmast till hands att säga sig att uppkomsten och utvecklingen av indexlåneemarknaden bör försiggå utan statlig inblandning. Statsmakterna begränsar sina insatser till att skapa de legala och tekniska förutsättningarna för indexlån men överlåter sedan åt marknadsparterna att avgöra om de vill utnyttja dessa förutsättningar.

10.3.2

Det bör dock observeras, att det angivna syftet också skulle nås om statsmakterna avstod från allt inflytande över prisbildningen på *penninglän*marknaden. Statens upplåning och utlåning samt centralbankens marknadsoperationer skulle i fortsättningen endast avse indexlån. Om detta innebär att prisbildningen på penninglänmarknaden lämnas helt fri, medan marknadsoperationer utföres i tillräcklig omfattning för att tillgodose efterfrågan på indexlån vid en given real räntenivå, inträder det tillstånd av frihet i anpassningen till den nya låneformen varom tidigare talades.

Det bör dessutom innebära att betydelsen av eventuella tröghetsmoment i anpassningen till indexlån minskas. Staten reducerar eller upphäver med andra ord det handicap, som indexlån har i förhållande till penninglån genom sin karaktär av en ny och tekniskt sett mera komplicerad kreditform än penninglån.

En politik av detta slag innebär otvivelaktigt en drastisk förändring av penningpolitikens nuvarande arbetsmetoder och kan också få svåröverskådliga verkningar för kreditmarknadens funktionssätt. (Se nedan.)

10.3.3

Risksituationen vid finansiella kontrakt beror inte enbart av ovissheten angående penningvärdets framtida utveckling. Graden av risktagande sammanhänger också med den framtida kursutvecklingen. Värdesäkringsfrågans lösning är därför avhängig av stabiliteten i indexlänemarknadens kursförhållanden.

Om man utgår från att sparande- och placeringsvanorna endast långsamt förändras, torde en aktiv indexlänepolitik även böra inriktas på att möjliggöra in-

dexklausuler i de kapitalförvaltande instituten. Särskilt försäkringsbolagens möjligheter att introducera försäkringar med real värdegaranti måste till väsentlig del bero av indexlänemarknadens funktionssätt, dess omfattning och framtidsutsikter.

Staten kan sålunda ingripa på indexlänemarknaden helt enkelt av det skälet, att man därigenom undanröjer hinder för indexlån som beror på brister i marknads funktionssätt och institutionella anpassningssvårigheter. I första hand innebär det ett slags handlingsberedskap: utvecklingen kan, om så behövs, påskyndas genom tillfälliga ingripanden. Men det kan också betyda, att statens operationer i indexlån blir betydande och i praktiken avgörande både för marknadsens uppkomst och tillväxt.

10.4 Statsfinansiella synpunkter

Indexlån minskar statens upplåningskostnader, när de kan emitteras till räntesatser, som även när hänsyn tas till framtida indextillägg ger en lägre ränta än den som gäller för penninglån.

10.4.1

En på de statsfinansiella syftena konsekvent inriktad politik skulle innebära, att man sålde resp. köpte indexlån när detta ter sig förmånligast och penninglån när detta verkar fördelaktigt. I extremfallet kommer marknadsoperationerna att helt domineras av förväntningarna hos den som utför operationerna.

Statens indexlänepolitik kan dock inte bestämmas med endast de statsfinansiella hänsynen för ögonen. Även om dessa hänsyn är viktiga — ehuru dock endast som ett inslag bland andra i skatte- och fördelningspolitiken — måste penningpolitiken antas vara styrd även av andra, främst realekonomiska

överväganden. Penningpolitikens uppgift att bidra till samhällsekonomisk stabilitet och ekonomiskt framåtskridande kan knappast undgå att påverka också dess utformning på indexlåne-marknaden.

10.5 Allmänhetens inflationsförväntningar

Det har ibland förutsatts att staten som en naturlig sak bör söka använda indexlån för att minska eller helst eliminera allmänhetens inflationsförväntningar. Medlet för denna påverkan är den av penningpolitiken påverkbara skillnaden mellan penning- och indexlåneränta: utjämnas den kommer allmänhetens inflationsförväntningar att avta eller eventuellt att förbytas i tron på framtida penningvärdestabilitet.

10.5.1

Det finns i och för sig skäl att anta, att uppkomsten av indexlån och den samtidiga noteringen av en penning- och en realränta kan påverka allmänhetens prisnivåförväntningar i riktning mot det procenttal för prisnivåns framtida stegringstakt, som uttrycks i differensen mellan penninglåns och indexlåns räntesatser (när penningräntan är större än realräntan). Men det bör å andra sidan observeras, att prisbildningens påverkan på förväntningarna löper stor risk att upphöra så snart det står klart, att räntepolitiken har just denna påverkan som syfte. Klarast torde väl räntedifferensens brister som indikator på den framtida penningvärdeutvecklingen framgå, om inflation inträffar *samtidigt* som centralbanken söker skapa ett intryck av en »officiell» förväntan om penningvärdestabilitet genom sin räntepolitik.

Om centralbanken vill utjämna skillnaden mellan penning- och realränta men inte når syftet att avlägsna allmän-

hetens inflationsförväntningar, kan omfattande operationer krävas. Eftersom indexlån under sådana omständigheter måste te sig attraktiva för de flesta placerare medan låntagarna har anledning att föredra penninglån, kommer i extremfallet all enskild efterfrågan på obligationer att avse indexlåne-marknaden och allt enskilt utbud penninglåne-marknaden. Skall de angivna ränterelationerna bibehållas måste marknadsoperationer i stor skala genomföras, som i princip inte behöver sluta förrän staten står som långivare i alla penninglåneavtal och som låntagare i alla indexlåneavtal. Inträffar så inflation, kan detta slags politik knappast försvaras ur statsfinansiella synpunkter.

10.5.2

Å andra sidan kan förekomsten av indexlån framkalla överdrivna föreställningar om bristen på prisstabilitet i framtiden. Detta skulle kunna inträffa, om räntedifferensens storlek avgjordes av de marknadssubjekt, som har de starkaste inflationsförväntningarna.

Det finns därför anledning att i vissa lägen söka hålla räntedifferensen under kontroll. Det kan bli direkt nödvändigt i indexlåne-marknadens inledningskede, när man inte vill avhända sig inflytandet över räntebildningen på penninglån men också vill främja indexlåne-marknadens tillväxt genom att stabilisera dess avkastningsförhållanden och prisbildning. Räntepolitiken torde i sådant fall böra begränsas till att söka eliminera effekterna på räntedifferensen av tillfälliga förskjutningar av utbud och efterfrågan från den ena marknaden till den andra.

Om räntedifferensen inte helt utjämnas — vilket med hänvisning till tidigare resonemang måste betecknas som välbetänkt — betyder det, att centralbanken genom sina operationer upp-

rätthåller en differens mellan penning- och realränta, som avspeglar en förväntan om framtida penningvärdeförsämring av viss, låt vara begränsad storlek. Detta kan tolkas som att centralbanken delar den penningvärdeuppfattning, som uttrycks i den sålunda uppkomna räntedifferensen.

Det är dock inte givet att samtidiga operationer på penning- och indexlåne- marknaden behöver tolkas på det sättet. Marknadsoperationer som syftar till att hålla räntedifferensen nere måste ta sig den formen, att man säljer realobligationer och/eller köper penningobligationer. Eftersom detta betyder att staten visar en benägenhet att låna upp i indexlån och låna ut i penninglån borde det snarast tolkas som att staten väntar sig långsammare inflation än marknaden.

Man kan dock inte bortse från att möjligheterna av en förväntningspåverkan i inflationistisk riktning tillhör de negativa egenskaperna hos en indexlåne- marknad. Men detta är då ett argument mot uppkomsten av indexlån över huvud taget. Dess värde som argument för att staten, sedan en indexlåne- marknad väl uppkommit, skall avstå från varje inblandning i form av engagemang på indexlåne- marknaden är mera tvivelaktigt. Om staten, trots att en väl fungerande marknad för indexlån existerar, fortsätter att placera all sin upplåning i penninglån, kan oviljan att operera på indexlåne- marknaden uppfattas som ett resultat av statsfinansiella överväganden. Och det intryck som då förmedlas till allmänheten är otvivelaktigt att statsmakterna förväntar sig en framtida inflation, som t. o. m. är större än vad som motsvarar skillnaden mellan marknadsräntorna. En indexlåne- marknad, vars räntebildning inte påverkas av kursstödjande operationer, kan dessutom i inledningsskedet upp-

visa mycket låga realräntor, vilket skulle kunna innebära en »räntechock» för kreditmarknaden med vida allvarligare följdverkningar än avslöjandet att statsmakterna inte anser en framtida penningvärdeförsämring helt utesluten.

10.6 Stabiliseringspolitik och ekonomisk tillväxt

Statens uppträdande på indexlåne- marknaden kan, som tidigare i olika sammanhang påpekats, orienteras efter samtliga de mål som penningpolitiken har att söka realisera och inte enbart med tanke på de speciella syften som anknyter till allmänhetens behov av värdesäkring. Det är då möjligt att göra gällande att en politik, som direkt påverkar realräntans höjd, i vissa situationer är effektivare än en politik, som endast når denna påverkan indirekt, dvs. via penningräntan. Har förtroendet för det framtida penningvärdet allmänt rubbats, kan det innebära vissa svårigheter för en räntepolitik, som syftar till att påverka sparandets och investeringarnas volym eller som vill nå en rationell investeringsfördelning.

Dessa svårigheter blir särskilt aktuella vid *förändringar* i allmänhetens attityd till det framtida penningvärdet. Marknadsräntan i reala termer kan sålunda genomgå betydande fluktuationer, som endast med svårighet kan neutraliseras genom förändringar av den nominala räntenivån. Detta i första hand därför att man — utan indexlån — saknar instrument för att registrera förskjutningar av allmänhetens prisnivåförväntningar. Tillgripes i sådana lägen exempelvis en räntehöjning för att motverka en efterfrågeökning kan detta i sin tur leda till att förväntningarna om den framtida prisnivåutvecklingen ytterligare förskjutes uppåt, varigenom effekten av räntehöjningen uteblir. (Motsatsen kan givetvis också inträffa;

det beror på hur allmänheten uppfattar räntehöjningars samband med konjunkturutvecklingen och räntepolitikens möjligheter att styra denna utveckling.) I en reallånemarknad bör däremot vid oförändrad realränta förskjutningar i förväntningarna rörande den allmänna prisnivåns framtida höjd inte ha någon effekt på den totala efterfrågan. Däremot kan förväntningar om ändringar av de enskilda varu- eller faktorpriserna alltfört leda till efterfrågeförändringar.

Realräntan bör därför vara ett effektivare penningpolitiskt medel än penningräntan, när konsumtions- och investeringsplaner skall påverkas.

10.7 Penningpolitikens alternativ

Det skulle således vara möjligt att genom introduktionen av indexlån tillgodose behovet av värdesäkring och samtidigt effektivisera den ekonomiska politiken i vissa delar. Ehuru inga helt säkra resultat kan nås pekar dock de flesta indicierna på att dessa möjligheter är störst om penningpolitiken snabbt omställs till att ha indexlånemarknaden som sitt huvudsakliga arbetsfält. Härigenom skulle också en av indexlåns mera framträdande negativa egenskaper undgås, nämligen statens ansvar för räntedifferensen och därmed uppkomsten av en »officiell» förväntan om framtida penningvärdeförsämring.

Det är tänkbart att statsmakterna kommer att hysa en betydande motvilja mot att bedriva penningpolitik i en dubbel kreditmarknad, om det innebär att räntedifferensens storlek uppfattas som ett uttryck för statsmakternas inflationsförväntningar.

Såvida man inte i så fall bestämmer sig för att avstå från varje kreditpolitiskt engagemang på indexlånemarknaden, finns det dock ytterligare ett alternativ för statens indexlånepolitik.

Man kan introducera indexlån i mindre skala och i former, som skiljer sig från de tidigare diskuterade framför allt på det sättet, att marknadens omfång begränsas. Dess funktionsätt regleras genom att indexlånen göres oöverlåtbara och säljes endast under vissa villkor till privatpersoner och kapitalmarknadsinstitut m. fl. Någon marknadsprusbildning uppstår därmed ej. Det är således i princip fråga om en marknad endast för statliga indexlån, som ransoneras och utsläppes till de placerrargrupper, vars behov av värdesäkra placeringar man vill tillgodose.

10.8 Sammanfattning

De principiella övervägandena rörande penning- och kreditpolitikens utformning i en indexlånemarknad kan sammanfattas sålunda. För det första är det uppenbart, att denna politik kan föras på olika ambitionsnivåer med avseende på indexlåns utbredning och deras samhällsekonomiska roll. Huvudfrågan är om staten genom sin upp- och utlåning och centralbankens marknadsoperationer skall engagera sig på indexlånemarknaden och därmed direkt påverka dess omfattning och prisbildning eller om man helt skall avstå från kreditpolitiska ingripanden och i stället låta indexlåns uppkomst och framväxt bli beroende av privata initiativ. Ett tredje alternativ är att införa indexlån i begränsad skala och med begränsade syften. Samtliga dessa handlingslinjer har undersökts och resultaten redovisas i det följande.

För det andra är indexlåns värde som ekonomiskt-politiskt medel beroende av marknadens storlek och stabilitet. För valet av politik skapar detta förhållande vissa spänningar. Det kommer sålunda att finnas ett övergångsskede, varunder svårigheter uppstår både att utnyttja indexlåns positiva egen-

skaper och att undvika deras negativa verkningar. Om man önskar avancera förbi detta stadium, krävs aktiva penningpolitiska insatser som bl. a. kan innebära att traditionella handlingsmönster måste överges och att ganska omfattande förändringar i kreditmarknadens institutionella förhållanden och funktionssätt aktualiseras.

Kapitel 11. Indexklausuler i bank- och försäkringsväsende

Den svenska kreditmarknaden domineras av olika slag av kapitalförvaltande och kreditförmedlande institut: banker, försäkringsbolag, hypoteksinstitut samt offentliga fonder. Med hänsyn till att en betydande del av hushållens finansiella tillgångar utgöres av banktillgodohavanden och andelar i försäkringsfonder av olika slag, torde bankernas och försäkringsbolagens uppträdande på indexlånemarknaden vara av stor betydelse för värdesäkringsfrågans lösning. En ingående undersökning har därför ägnats möjligheterna att i de sistnämnda instituten introducera indexklausuler och de problem, som därvid uppstår.

11.1 Värdesäkra försäkringsformer

Värdesäkringsproblemen torde vara mest aktuella för kapitalförsäkringar och pensionsförsäkringar med sparmoment. Härför talar främst dessa försäkringsformers betydelse för hushållens långsiktiga sparande och den stora omfattning livförsäkringsfondernas placeringar har på kapitalmarknaden. I slutet av år 1961 uppgick det sammanlagda värdet av livförsäkringsbolagens och Svenska Personal-Pensionskassans (SPP:s) fonder till närmare 14 miljarder kr. Men även för vissa typer av skadeförsäkringar, främst trafikförsäkringar, sjukförsäkringar och olika slag av olycksfallsförsäkringar med ut-

betalning av ersättningar i form av livräntor kan värdesäkringsfrågan aktualiseras.

11.1.1

Ränteantagandena i livförsäkringarnas premiegrunder är för närvarande relativt låga. De varierar mellan 2,5 och 3 %. Den säkerhetsmarginal, som föreligger i förhållande till marknadsräntan, motiveras av marknadsräntans fluktuationer och av att räntan t. ex. på långa statsobligationer tidvis legat vid eller strax under försäkringsgrundernas ränteantagande.

Den låga räntesatsen i grunderna för nominalförsäkring skapar vissa problem vid bestämning av grunderna för realförsäkringar, då det är önskvärt att säkerhetsmarginalen i real- och nominalförsäkring ej blir alltför olika. Valet av ränteantagande spelar å andra sidan föga roll för den totala avkastningens nivå, när hänsyn även tas till återbäringen.

Även om avkastningen inte blir högre för realförsäkringar med indexlån i försäkringsfonden än för nominalförsäkringar, ger dock realförsäkringar en garanti för den reala storleken av både premier och utgående försäkringsbelopp. Det är denna *ökade säkerhet* beträffande det långsiktiga kontraktets reala innehåll, som är den väsentliga fördelen med reallt utformade försäkringar.

För försäkringar med nominalt fasta försäkringsbelopp och därmed också nominalt bestämda premier innebär en fortgående inflation ofta en mindre lämplig fördelning av in- och utbetalningar över tiden. Det reala värdet av en nominalt oförändrad premie avtar med sjunkande penningvärde, samtidigt som försäkringstagaren i allmänhet har en stigande realinkomst. Den reala försäkringsformen har således den fördelen att en *rationell tidsfördelning* av

premiebetalningar och utbetalningar av försäkringsbelopp underlättas.

11.1.2

Det är inte nödvändigt att införa indexlån för att man skall kunna använda värdesäkra försäkringsformer. Eftersom den av försäkringsgivaren garanterade avkastningen kan vara betydligt lägre än den faktiska avkastningen på premiereserv och andra fonder, ger den sålunda uppkomna överräntan utrymme för kompensation för penningvärdets fall. Om den årliga prisstegringstakten och överräntan (i procent) är lika stora, kan överskottet i form av s. k. återbäring tillföras försäkringsbeloppet. Under förutsättning att premierna indexreglerats (eller består av engångsinbetalning) kan på detta sätt fullständig värdesäkring i princip åstadkommas.

Möjligheterna att i individuell liv- eller pensionsförsäkring införa ett reallt förräntningsåtagande måste dock utan tillgång till indexlån betecknas som små, såvida inte ränteantagandet ligger mycket lågt i förhållande till marknadsräntan.

I den kollektiva pensionsförsäkringen finns å andra sidan flera exempel på hur värdesäkringsgarantier införts utan tillgång till värdesäkra placeringar. Underlaget utgöres här dels av åtaganden från avgiftsbetalarna-arbetsgivarna dels av särskilda regler för överskottsmedlens disponering, som tillåtits vid den kollektiva försäkringen.

Ett exempel på en sådan försäkring utgör de nya grunderna för SPP, vilka möjliggör att återbäringsmedel användes som kompensation för den levnads-kostnadsstegring, som inträffar *efter* pensionsfallet. Pensionernas värdesäkring *före* pensionsfallet ordnas genom att de försäkrade pensionsbeloppen höjs mot avgiftsbetalning på vanligt sätt.

11.2 Aktielivförsäkring

Livförsäkringsaktiebolaget Thule har i skrivelse den 23/3 1959 hos Kungl. Maj:t hemställt om vissa ändringar i lagen om försäkringsrörelse, varigenom Thule skulle få möjlighet att erbjuda allmänheten en livförsäkring med premiereserven placerad i aktier, s. k. aktielivförsäkring. Denna skrivelse jämte remissvar har sedermera överlämnats till värdesäkringskommittén.

Syftet med Thules förslag är att ge försäkringsspararna en möjlighet att värdesäkra sina tillgångar genom placering av premiereservmedlen i aktier. Aktiernas värdeutveckling har, framhålls det, haft en påfallande god anpassning till den långsiktiga prisstegringen. Om försäkringsfonden placeras i aktier kan försäkringsgivaren inte lämna någon utfästelse om ett i kronor eller någon annan enhet fixerat sparresultat. Försäkringsbeloppets storlek beror av aktiernas växlande värde. Aktielivförsäkring blir därför ett i princip nytt verksamhetsområde för de svenska försäkringsbolagen, som kan kallas försäkringsteknisk kapitalförvaltning utan förräntningsåtagande.

I anledning av Thules förslag har vissa utredningar gjorts rörande förekomsten och erfarenheter av aktielivförsäkring i andra länder (kap. 11.2.1). Möjligheterna att med den föreslagna försäkringsformen uppnå den åsyftade värdesäkringen har också undersökts. Vidare har en sammanställning och analys av remissyttranden redovisats. Resultatet kan sammanfattas på följande sätt.

När det gäller frågan om önskvärdheten ur allmänna synpunkter av att aktielivförsäkring introduceras bör denna bedömas bl. a. utifrån de tänkbara konsekvenserna för aktiemarknaden och dess möjligheter att utan kraftiga kurshöjningar absorbera en ökad efterfrå-

gan på aktier från försäkringsbolagens sida. Särskilt bör uppmärksammas, att Svenska Livförsäkringsbolags Förening för sin del anser att en liberalisering av placeringsreglerna — med sikte främst på att vidga utrymmet för aktieplaceringar — först bör genomföras innan frågan om införandet av aktielivförsäkring prövas.

Utförda undersökningar av aktiers egenskaper ur värdesäkringssynpunkt (kap. 3.5) visar, att dessa bäst kan utnyttjas vid långfristiga placeringar i stora portföljer med god spridning över marknadens olika aktietyper. I den av Thule skisserade försäkringsformen har man sökt eliminera eller reducera olika osäkerhetsfaktorer vid placeringar i aktier i värdesäkringssyfte. Detta skulle uppnås genom en begränsning till långsiktiga försäkringar och en spridning i tiden av premier och försäkringsbeloppets utbetalning samt genom god information till kunden. Det trots dessa åtgärder ofrånkomliga risktagandet vid aktielivförsäkring skulle kompenseras av de utsikter till högre avkastning, som aktiemarknaden torde ge.

Två synpunkter synes vara förtjänta av särskilt beaktande. Om ett av motiven för den nuvarande begränsningen av försäkringsbolagens aktieinnehav är farhågor för att deras efterfrågan inte kan tillgodoses utan kraftiga kurshöjningar, borde detta vara ett argument också mot införandet av aktielivförsäkring. Detta gäller särskilt som aktielivförsäkringen låser försäkringsbolagens placeringspolitik: aktieefterfrågan bestäms av premievolymen och kan inte hållas tillbaka ens om det blir uppenbart att den resulterar i kursstegringar och avkastningsreduktioner. Det är vidare tänkbart, att den låga flexibiliteten i de aktieplaceringar (och försäljningar), som härrör ur aktielivförsäkringsverksamheten, kommer att kräva desto större

elasticitet i försäkringsbolagens övriga aktieplaceringar. Något säkert omdöme kan dock icke fällas om aktiemarknadens möjligheter att utan väsentliga kursstegringar till följd av materialbrist absorbera den sålunda skapade efterfrågeökningen.

11.3 Försäkringsbolagen och indexlånemarknaden

Försäkringsbolagens placeringspolitik i en dubbel kreditmarknad skulle få en mycket särpräglad karaktär, om den inriktades på att hålla så gott som fullständig balans mellan volymen index- resp. penninglån på in- och utlåningssidan. Innan realförsäkringar skapats behövde man sålunda inte räkna med någon efterfrågan på realobligationer från försäkringsbolagen.

Någon anledning att anta att försäkringsbolagen skulle komma att uppställa — eller avkrävas — så rigorösa balansvillkor finns dock inte. Redan existensen av ett fritt placeringsval i de s. k. fria fonderna, som ju i betydande utsträckning placeras i annan form än nominallån, bl. a. aktier, bestyrker en sådan hypotes.

Återbäringen och dess egenskap av försäljningsargument borde utgöra en stimulans för bolagen att utnyttja indexlån för att uppnå bättre avkastningsvillkor även om försäkringsbeståndet uteslutande består av nominalförsäkringar. Med en räntefot på indexlånen, som är lika stor eller större än nominalförsäkringarnas ränteantagande, skulle detta kunna ske utan större risk för att förräntningsgarantin på nominalförsäkringar ej kan infrias.

Benägenheten att köpa indexlån ökar, om försäkringsgivarnas förväntningar är asymmetriska med större sannolikhet för en kraftig inflation än för konstant eller stigande penningvärde. Är indexlånen dessutom försedda

med ett nominalt »golv» kan försäkringsbolagens portföljer få ett betydande inslag av reallån utan motsvarande tillväxt av reala åtaganden på försäkringssidan.

Det bör dock observeras, att uppkomsten av indexlån och införandet av realförsäkringar kan kräva en uppjustering av nominalförsäkringarnas räntebetalning, t. ex. för att genom en premiesänkning minska försäkringstagarnas benägenhet att återköpa nominalförsäkringar. Det kan leda till att utrymmet för »riskfria» indexlåneplaceringar minskas.

Det är naturligtvis också ett intresse för försäkringsbolagens kunder och samhällets tillsynsorgan att premiereserven även när det gäller fördelningen mellan penning- och indexlån placeras på ett sådant sätt, att solvensen inte äventyras. Utformningen av regler för detta ändamål synes kunna ske inom ramen för gällande lagstiftning.

11.3.2

Det reala försäkringsavtalets mest framträdande egenskap är att försäkringsgivaren givit en utfästelse om en viss minimiavkastning och att på grundval bl. a. härav en real premienivå fastställts, som — vid för närvarande tillämpad avtalsteknik — kommer att bestå för lång tid framåt. Det är således fråga om s. k. andelsbevis med realgaranti eller realförsäkring, varom tidigare talats.

Det råder knappast något tvivel om att premiereserven för dylika försäkringar praktiskt taget uteslutande måste placeras i indexlån, såväl med tanke på försäkringsbolagens egen riskbedömning som allmänna solvenskrav. Kravet på balans måste således i detta fall utformas avsevärt mera strikt än när det är fråga om placering av fonden för nominalförsäkringar.

Det förefaller därför troligt, att reala

livförsäkringar med sparmoment kan introduceras först sedan indexlåne-marknaden existerat en viss tid, erfarenheter vunnits av räntebildningen och — framför allt — realräntan visat en tendens att stabiliseras på en tillräckligt hög nivå.

I sitt val av räntebetalning och premienivå torde försäkringsbolagen i indexlåne-marknadens inledande skede bli ganska hårt bundna till soliditetskravets bud om försiktighet till följd av osäkerheten om ränteutvecklingen på längre sikt. I samma riktning verkar strävan att undvika större konverteringsaktioner från försäkringstagarnas sida. varigenom försäkringsbolagen skulle tvingas realisera nominala värdepapper och i en måhända stram marknad köpa stora mängder realobligationer.

11.4 Indexreglerad in- och utlåning i bankerna

Banksparandet är till sin formella karaktär övervägande kortfristigt. En stor del av hushållens, företagens och olika fonders medel i bankerna är högljudda tillgångar av sådan karaktär att en indexreglering av rent praktiska skäl inte är möjlig. Hit förs i första hand olika slag av check- och giroräkningar men man kan också räkna med att olika sparräkningar och kortfristiga kapitalräkningar till stor del betraktas som så likvida placeringsformer att indexreglering är mindre lämplig.

Å andra sidan ger den svenska kreditmarknaden begränsat utrymme för långsiktiga placeringar i mindre illikvid form än försäkringssparande men utan de kursrisker, som är förknippade med obligationsinnehav och i ännu högre grad med aktieplaceringar. Det är därför troligt att en betydande del av bankernas inlåning utgöres av i realiteten långsiktigt placerade medel. För dessa kan insättarna önska en mindre

likvid placeringsform i utbyte mot högre avkastning eller en reduktion av de penningvärderisker som är förknippade med långsiktiga placeringar.

Inom värdesäkringskommittén har två av dess experter närmare granskat bl. a. de tekniska möjligheterna att åstadkomma indexreglerade kontoformer (bilaga 3). Man har stannat för räkningar bundna i minst sex och högst tolv månader. Insättningen (behållningen) skall utgöra minst 1 000 kr. för att omfattas av värdegarantin. Insättarna bör ha möjlighet att med kreditinstitutet avtala om en förlängning av bindningstiden i perioder om tolv månader. Dessa räkningar föreslås få formen av depositionsbevis.

Den här skisserade inlåningsformen kan tillgodose i första hand hushållens, fonders och stiftelsers behov av värdesäkra placeringar utan kursrisker. Prolongeringsmöjligheterna bidrar också till att räkningarna kan täcka placeringar av avsevärd längd. Dessutom ger kontona valfrihet beträffande placeringens storlek. Ur bankteknisk synpunkt synes det dock rimligt att sätta en undre gräns för insättningar mot depositionsbevis.

11.4.2

Det torde vara en nödvändig förutsättning för indexreglerad inlåning att bankerna även kan redovisa indexlån på tillgångssidan. (Den i Finland praktiserade tekniken att genom en särskild »indexavgift» på en helt nominal utlåning täcka kostnaderna för den indexreglerade inlåningen, rekommenderas sålunda icke.) Det blir då fråga om indexreglerade obligationer samt indexreglerad utlåning direkt till bostäder, kommuner och företag. Vid indexreglering av banklån torde principfrågan aktualiseras, huruvida indextilläggen skall förfalla till betalning på

samma gång som räntan eller om den skall läggas till kapitalet och sålunda betalas i samband med amortering eller lånets inlösen. Även om den förstnämnda tekniken kan te sig mest naturlig ur bankernas synpunkt har den dock bestämda nackdelar ur låntagarnas synpunkt.

Indexlån är huvudsakligen av värde för den långsiktiga finansieringen av företagskapital, bostäder eller kommunala investeringar. Det är därvid svårt att ur företagsekonomisk synpunkt motivera ett förfarande med en årlig betalning av upplupna indextillägg. Detta innebär i princip att inflationen får bestämma amorteringstakten. En väsentlig fördel med indexreglerad upplåning elimineras härigenom. Vid långsiktig finansiering med indexlån kan det med tanke på likviditetsfrågan t. o. m. vara nödvändigt att indextilläggen kapitaliseras.

Skall dessa synpunkter tillgodoses bör den indexreglerade utlåningen i bankerna innehålla relativt långsiktiga amorteringsplaner och kapitalisering av upplupna indextillägg.

11.4.3

Vidare gäller det för bankerna att er hålla en lämplig sammansättning av in- och utlåningssidan. Detta gäller såväl med avseende på fördelningen mellan penning- och indexlån som mellan lån med olika löptider och uppsägningsvillkor.

Ett kreditinstitut vars indexreglerade utlåning är lika stor som den indexreglerade inlåningen löper inga risker för förluster (eller motsvarande vinster) vid icke förväntade indexförändringar. Indextilläggen från utlåningen täcker de indextillägg, som skall erläggas för inlåningen. Visserligen kan vissa likviditetsproblem uppstå om kontrakten på resp. sidor har väsentligt olika löpti-

der, men i stort sett bör en balans av denna karaktär vara eftersträvad av en bank. Med hänsyn till de små marginaler som karaktäriserar bankernas verksamhet är det sålunda föga troligt att dessa institut kan spekulera i större skillnader mellan volymen indexlån på in- resp. utlåningssidan.

På kort sikt kan man räkna med en betydligt större rörlighet på bankernas inlåningssida än på utlåningssidan. Vid indexlårens introduktion kan således tendenser uppstå till en större inlåning på indexkonton än motsvarande utlåning. Denna situation torde vara den minst önskvärda ur risksynpunkt.

Problemet kan dock på olika sätt bemästras. En möjlighet är att börja med mycket låga räntesatser på indexlån i förhållande till penninglån. Det bör begränsa inlåningen och stimulera låntagarna till upplåning i indexlån. Allt eftersom en större del av utlåningen konverteras till indexlån är det möjligt att genom en minskad räntedifferens — höjning av indexlåneräntan eller sänkning av penningräntan — öka inlåningen mot indexklausul.

Det är dock föga troligt att balans mellan penninglån och indexlån kan uppnås i varje bank eller ens i affärsbanker och sparbanker var för sig.

Det gäller särskilt om bostadsfinansiering i hög grad blir föremål för indexreglering. Sparbankernas utlåningssida kommer då att innehålla en stor andel indexlån. På inlåningssidan är det tänkbart att intresset för indexreglerade lån är störst för de förhållandevis stora och långsiktiga placeringarna i affärsbankerna. Sparbankerna kan då ställas inför en tendens till överskott i indexlån på utlåningssidan medan affärsbankerna har tendenser till överskott på inlåningssidan. Sådana situationer kan klaras genom ett slags clearingsystem; i det anförda exemplet så,

att affärsbankerna övertar indexreglerade bostadsobligationer, medan sparbankerna köper en större mängd nominala fordringar.

Det är med andra ord inte säkert, att dagens struktur på kreditmarknaden kan upprätthållas, när hänsyn skall tas inte bara till löptider, säkerhetskrav, riskegenskaper etc. hos lånen utan även till kreditmarknadssubjektens varierande intresse för värdesäkra kontrakt. Om den indexreglerade utlåningen är obetydlig kan olika institut för långfristig utlåning inrättas, som uppsamlar medel från indexkonton i bankerna och lånar ut dem mot indexklausul.

Behovet av ett clearingsystem eller något annat förfarande för att utjämna balansrubbnings mellan enskilda banker och banksystem torde komma att accentueras om *staten* genom sin aktivitet på indexlånemarknaden eller andra åtgärder framkallar en snabb övergång till indexlån vid t. ex. bostadsfinansiering och kommunernas upplåning. I sådant fall kan det bli nödvändigt att neutralisera balansrubbningsarna med penningpolitiska medel. Ett sätt är att låta centralbanken fungera som mellanhand; i den omfattning som növdiggörs av den indexreglerade bostadskreditgivningen placeras sparbankernas nominala inlåning i riksbanken för att där förvandlas till en riksbankens indexreglerade utlåning till sparbankerna. Härigenom erhåller sparbankerna en tillräcklig mängd indexreglerad inlåning för att täcka bostadskreditgivning mot indexklausul. För affärsbankernas del kan den motsatta transaktionen bli aktuell: indexreglerad inlåning förvandlas med riksbankens hjälp till nominal inlåning.

För statens del betyder detta att den övertar vissa av de risker som rubbningar i enskilda bankers och banksystems balans mellan in- och utlånings-

sidornas kontraktsheter innebär. En brist på balans mellan volymen indexlån resp. penninglån på riksbankens skuld- och tillgångssida uppstår sålunda, om något av de två banksystemen i större utsträckning än det andra skulle utnyttja riksbanken som mellanled. Den nominala inlåningen i riksbanken blir då större än den nominala utlåningen i det fall att transaktionerna med sparbankerna blir större än transaktionerna med affärsbankerna (som svarar för den reala inlåningen i riksbanken). Motsatsen, dvs. ett överskott av real inlåning, inträffar om affärsbankernas behov av nominallån i riksbanken skulle bli större än sparbankernas behov av reallån från riksbanken. Huruvida detta risktagande kan anses befogat beror helt på bedömningen av värdet av en övergång till indexlån för bostadsbyggandets del (se även nedan).

Ett annat alternativ för bankernas politik i inledningsskedet är att införa en direkt ransonering av den indexreglerade inlåningen i syfte att undvika att den blir större än den indexreglerade utlåningen. Om indexklausuler så småningom får större omfattning på kreditmarknaden, kan dock ransoneringen knappast ersätta en rörlig räntepolitik vid balansrubbnings- av olika slag.

Det finns också vissa möjligheter att styra övergången genom att variera uppsägningstiderna för olika slags indexkonton. I ett inledningsskede kan det vara lämpligt att kräva lång uppsägningstid för indexkonton eller införa flera räkningar med en räntepremie för de längre räkningstyperna. Indexkontonas likviditet minskas och detta bidrar till en långsammare omplacering.

Det långsiktiga balansproblemet för bankerna är att hålla en ekvivalent mängd indexlån på inlånings- och ut-

låningssidan vid olika störningar. För att upprätthålla balansen exempelvis vid ökade inflationsförväntningar är det nödvändigt att justera åtminstone en av räntesatserna på indexlån eller penninglån. Ökade inflationsförväntningar ger vid en oförändrad räntedifferens en tendens till ökad inlåning och minskad utlåning på indexräkningar. Detta kan undvikas genom att avståndet mellan de två räntesatserna vidgas.

I viss utsträckning bör bankerna kunna neutralisera förskjutningar i sin balans av reala fordringar och skulder genom förändringar av sin värdepappersportfölj, vilken i detta avseende ganska naturligt kommer att bilda en buffert mellan in- och utlåningssidan. Det torde dock knappast kunna undvikas, att indexlån medför en rörligare räntestruktur i bankerna.

På längre sikt kan en tendens uppstå till uppdelning av kreditmarknaden i en lång marknad, som domineras av indexlån samt en kort penninglånemarknad för likvida insättningar och kortare lån. En sådan uppdelning kan få konsekvenser för hela kreditmarknadsstrukturen och marknadens uppdelning mellan olika kreditinstitut.

Kapitel 12. En privat indexlåne- marknad

Ett alternativ för statens handlande i värdesäkringsfrågan är att statsmakterna begränsar sina insatser till att skapa de tekniskt-legala förutsättningarna för indexreglerade kontrakt. Utgångspunkten bör då rimligen vara, att nackdelarna med direkta statliga operationer på indexlåneemarknaden befunnits vara så stora, att man — trots en positiv värdering av indexlånens egenskaper — inte är beredd att beträda den vägen. Motiven för en dylik inställning har tidigare utretts.

Undersökningen har utformats som ett försök till prognos: vilka möjligheter har en indexlåneemarknad att »spontant» uppstå, hur kommer den att fungera och utvecklas? En sådan undersökning ger också underlag för en bedömning av i vilken utsträckning de till indexlån knutna syftena uppnås. Om åtgärder för att i formell mening möjliggöra indexreglerade kontrakt karaktäriseras som ett statens »minimiprogram» i värdesäkerhetsfrågan, bör resultaten av detta program jämföras med vad som kan uppnås genom direkta statliga insatser, där indexlån blir ett reguljärt inslag i marknadsoperationer och kreditpolitik.

Enligt vad tidigare sagts förefaller det som om huvudintresset bör ägnas indexlån, vars värdeklausul baseras på en allmän konsumtionsprisindex. Huruvida denna klausul är försedd med begränsningar eller ej torde för de följande resonemangen ha mindre betydelse. För enkelhets skull antas dock att det är fråga om obegränsade reallån.

12.1 *Prisbildningsprocessen och marknadens utveckling*

Indexlåneemarknadens funktionssätt beskrives först i en förenklad teoretisk modell för efterfrågan och utbud på privata fordringar. Syftet är att skildra prisbildningsprocessens förlopp och marknadens utvecklingsmöjligheter, när man bortser från institutionella tröghe- ter av teknisk eller politisk art. Utgångspunkten är en kreditmarknad i jämvikt och med fri prisbildning på marknaden för privata fordringar.

12.1.1

Den grundläggande egenskap, som åtskiljer penning- och indexlån, är att man med indexlån når en större säkerhet angående finansiella tillgångars och skulders framtida realvärde. Om de

ekonomiska subjekten allmänt uppfattar osäkerheten om sin reala förmögenhetsstatus som en icke önskvärd konsekvens av penninglån, skulle uppkomsten av reallt säkra kontrakt kunna starta en process, som inte upphörde förrän alla existerande penninglån utbytts mot indexlån. Likaså skulle alla nya avtal slutas i realkontraktets form. I och med att penninglån av alla betraktas som behäftade med en högre grad av risk än indexlån skulle nämligen parterna aldrig kunna enas om sådana avkastningsvillkor för penninglåneavtal, att de för båda sidor upphävde den i förhållande till indexlån ogynnsamma riskeffekten.

En rad omständigheter torde dock förhindra en fullständig övergång till indexlån. För det första synes det troligt, att de mest kortfristiga kredittransaktionerna inte kan ske mot indexklausul. Övergången till indexlån avbrytes sålunda på den punkt, där behovet av likvida tillgångar resp. kortfristig skuldsättning värderas starkare än skyddet mot penningvärderisker.

För det andra kan vissa subjekt betrakta reallt säkra tillgångar eller skulder som en *icke* önskvärd konsekvens av indexlån. De föredrar således penninglån ur risksynpunkt. För det tredje bör det mellan de ekonomiska subjekten råda vissa skillnader i uppfattningen om den förväntade prisnivåutvecklingen. Det betyder att långivarna med den minsta och låntagarna med den största inflationsförväntan fortfarande kommer att hålla sig till penninglån.

12.1.2—4

Det torde vara uppenbart, att kreditmarknadssubjektens reaktioner inför indexlån inte kan förutsägas med någon precision. Attityden till indexlåns och penninglåns inbördes riskegenska-

per kan endast beskrivas utifrån tidigare redovisade teorier för hushålls och företags val mellan de två låneformerna. Kännedom om styrkan och riktningen av subjektens prisnivåförväntningar och dessa förväntningars interpersonella spridning saknas helt. De i diagram 12:1—4 redovisade efterfråge- och utbudssambanden har därför helt det hypotetiska exemplets karaktär.

Efterfrågan på indexlån kommer inte endast att härröra från sparandet ur löpande inkomster. En benägenhet torde också finnas att företa omplaceringar från nominala till reala fordringar. Om man tar hänsyn till att den utelöpande fordringsstocken är många gånger större än det löpande sparandet kan den potentiella efterfrågan på indexlån därför i första hand antas bestå av allmänhetens innehav av finansiella fordringar. På samma sätt existerar också ett potentiellt utbud av indexlån som motsvarar allmänhetens finansiella skulder i utgångsläget.

Uppkomsten av indexlån får således i första hand en *omplaceringseffekt*. I princip utbytes penninglån mot indexlån till dess att varje individ erhållit en sammansättning av sina tillgångar resp. skulder, som svarar mot hans värdering av de två låneformernas avkastnings- och riskegenskaper. Initiativet måste antas komma från låntagarna: de köper upp sina utelöpande skulder i form av penningobligationer och emitterar indexobligationer i stället.

Vissa institutionella gränser för denna utbytesprocess existerar dock, oberoende av de agerande subjektens prisförväntningar och riskattityder. För det första måste hänsyn tas till att finansiella tillgångar och skulder har högst varierande likviditetsegenskaper och utbytbarhet. Kreditmarknaden uppvisar

ett rikt register av likviditetsegenskaper, från banktillgodohavanden och obligationer till helt illikvida fordringar, t. ex. ett hushålls tillgångar i försäkringsbolags pensionsförsäkringsfond.

För det andra har kreditefterfrågan ofta en fast institutionell anknytning till olika delmarknader. Övergången till indexlån för exempelvis bostadsfinansiering och företagens långsiktiga upplåning kan sålunda ske i avsevärt olika takt beroende på om upplåningen sker på obligationsmarknaden — där hypoteksinstitutens reaktioner som kreditförmedlare kan komma att spela en betydande roll — reverslånemarknaden utanför bankerna, i sparbanker eller affärsbanker.

12.2 Jämviktmarknaden

De gynnsammaste förutsättningarna för uppkomsten av en indexlåneemarknad utgöres av en »ömsesidig riskfördel» samt en förväntningsstruktur, som i varje fall ej innebär, att låntagarna genomgående förväntar sig en starkare inflation än långivarna.

Det finns a priori ingen anledning att tro, att *förväntningarna* om prisnivåutvecklingens riktning och styrka skulle visa någon systematisk olikhet mellan de subjekt, som på kreditmarknaden uppträder som långgivare resp. låntagare. När det gäller uppfattningen av indexlåns *riskegenskaper* är det tänkbart, att låntagarna åtminstone i inledningsskedet kommer att värdera indexlån mindre positivt än långivarna. Å andra sidan borde det finnas ett betydande antal låntagare, vars attityd till indexlåns riskegenskaper är mer positiv än den genomsnittlige långgivarens. Ett antal kombinationer långgivare-låntagare existerar således, där antingen en ömsesidig riskfördel av indexlånekontrakt kan uppnås eller parternas prisnivåförväntningar skiljer sig åt på

ett sådant sätt, att den ökade risken för låntagaren uppvägs av lägre (förväntade) upplåningskostnader.

Skall indexlåneavtal komma till stånd måste kreditmarknaden därför tillåta en god överblick över de villkor, som motparten kan tänkas acceptera eller erbjuda. En obligationsmarknad med ett stort antal placerare och låntagare skulle uppfylla detta krav. Låntagare med en relativt liten inflationsförväntan kan då emittera indexlån som framför allt tar sikte på placerarna med den största inflationsförväntan eller riskaversionen. Om initiativet kommer från långivarsidan skapas de bästa förutsättningarna för indexlån i en reverslåneemarknad där långivaren har möjlighet att få förhandlingskontakter med ett större antal låntagare.

12.2.3

Det torde vara realistiskt att räkna med att indexlån som en ny och oprövad avtalsform till en början kommer att möta en avvaktande attityd, kanske främst från låntagarnas sida. Denna borde dock avta om positiva erfarenheter av indexlån och deras egenskaper uppkommer. Det bästa sättet att sprida information om och erfarenheter av indexlåneformen vore antagligen om en stor och väl fungerande marknad för realobligationer kunde skapas.

Det är dock inte säkert, att obligationsmarknadens funktionssätt blir sådant att det stimulerar till ett utvidgat engagemang från marknadsparternas sida. I sitt inledningsskede kan indexlåneemarknaden komma att uppvisa förhållandevis instabila kurser. Den i förhållande till volymen penninglån ringa mängden indexlån bör således i sin prisbildning ge kraftiga utslag på förändringar i placerarnas förväntningar och spekulativa attityder. Om härur uppstår osäkerhet rörande den fram-

tida kursutvecklingen kommer indexlånen att tillmätas en betydande kursrisk och betraktas såsom en ur likviditetssynpunkt ogynnsam placeringsform. Samtidigt som de ur låntagarsynpunkt lockande låga indexlåneräntorna därmed tenderar att pressas uppåt, skapar instabiliteten i räntebildningen speciella svårigheter för låntagarna att överblicka de upplåningsvillkor, som kan beredas dem.

Slutsatsen blir därför att indexlåneemarknadens utvecklingsmöjligheter i väsentlig utsträckning beror av om indexklausuler introduceras i kreditmarknadsinstituten, då främst i bankers och försäkringsbolags in- och utlåning. Indexreglerade placeringar blir därmed direkt tillgängliga för ett större antal människor. Dessutom kan stabila ränteförhållanden på denna del av indexlåneemarknaden utöva ett modererande inflytande över prisutvecklingen bl. a. på obligationsmarknaden.

Det normala incitamentet för banker och försäkringsföretag att övergå till indexlån bör vara konkurrenshänsyn; om indexklausuler infördes i ett slags institut och därvid fick en gynnsam effekt på inlåningsverksamheten, förefaller det troligt, att de skulle sprida sig också till övriga institut.

Det måste dock ifrågasättas, om *livförsäkringsföretagen* skulle ha en reell möjlighet att i indexlåneemarknadens inledningsskede införa realförsäkringar. Livförsäkringskontraktens långsiktiga karaktär och kravet på en premiefond, som i avseende på kontraktsenhet och avkastningsvillkor mycket nära överensstämmer med försäkringsgivarens åtaganden, gör det (såsom tidigare anförts) troligt, att realförsäkringar i egentlig mening inte kan introduceras förrän indexlåneemarknadens utveckling nått ett relativt avancerat stadium.

Införandet av indexklausuler i *bank-*

väsendet skulle antagligen inte resa lika långtgående krav på indexlånemarknadens funktionssätt, även om de tekniska svårigheterna också här kan bli betydande. Å andra sidan kan bankerna inte antas ha företagsekonomiska skäl av samma styrka som försäkringsbolagen att erbjuda värdesäkra placeringsformer. Den uppfattning, som återges i ett till kommittén överlämnat yttrande angående värdebeständigt banksparrande (bilaga 3), att bankerna knappast kan förväntas bli initiativtagare på indexlånemarknaden, torde därför ha fog för sig.

Läget kan bli ett annat, om en marknad för indexreglerade obligationslån existerar, som föranleder betydande omplaceringar från bankinlåning till obligationer. Men huruvida detta kommer att ske beror på den popularitet och det förtroende, som realobligationsmarknaden kan vinna hos en större placerarkategori.

Instabiliteten i prisbildningen kan som ovan framhållits bli en starkt hämmande faktor för indexlånens utvecklingsmöjligheter. För de subjekt, som framför allt sätter värde på goda likviditetsegenskaper, kunde osäkerheten om framtida säljkurser dock minskas eller i gynnsamma fall helt elimineras, om obligationerna eller förlagsbevisen emitterades till rörlig ränta.

Sammanfattningsvis kan sägas, att en indexlånemarknad utan stöd av statliga marknadsoperationer löper stora risker att hamna i ett tillstånd av permanent stagnation, som inte kan hävas utan yttre stimulans, dvs. genom penningpolitiska ingripanden. Den expansionsprocess, som skulle krävas för att avlägsna den »underutvecklade» marknadens mindre tilltalande egenskaper, kommer aldrig till stånd därför att denna process för att starta kräver frånvaron av den lilla marknadens ofullkomligheter.

Marknadens tillväxt kan därför bli en mycket långsiktig företeelse.

12.2.4

En betydande osäkerhet kommer dock att vidlåda varje prognos om utvecklingsmöjligheterna hos en på enskilt initiativ uppkommen indexlånemarknad. Skulle t. ex. den rikskooperativa rörelsen på bostadsområdet och de s. k. allmännyttiga bostadsföretagen med riksomfattning bestämma sig för att i större utsträckning söka finansiera sina fastigheter med indexlån, måste detta beslut, till följd av de nämnda organisationernas kvantitativt sett betydande plats på kreditmarknaden, ge indexlån en helt annan start och därmed också andra utvecklingsmöjligheter än vad de tidigare resonemangen antytt.

Indexlån kan bli en attraktiv upplåningsform om det med indexklausul blir möjligt att öka de olika bostadsföretagens kreditunderlag utan att fördenskull väsentligt öka upplåningskostnaderna. Särskilt i inledningsskedet torde möjligheterna att öka kreditvolymen på förmånliga avkastningsvillkor vara stora för den eller de låntagare, som kan styra realräntebildningen.

12.3 En reglerad kreditmarknad

De föregående resonemangen avsåg genomgående en kreditmarknad utan inslag av statlig kreditransonering eller kreditprioritering. Förutsättningarna ändras i väsentlig mån om det i stället råder ett bestående efterfrågeöverskott på kredit i samband med räntereglering och prioritering av kreditgivningen till vissa sektorer.

12.3.2

Statens omfattande engagemang i bostadsbyggandets finansiering genom kreditpolitik och räntesubventioner och i prisbildningen på bostäder genom hyreskontroll blir här av stor betydelse.

I krav som uppställas på lånevillkoren för beviljande av statliga tillägglån och den därmed förbundna räntegarantin för underliggande lån har staten ett instrument, som i praktiken bör vara avgörande för frågan, huruvida indexlån skall kunna vinna insteg inom det statsbelånade fastighetsbeståndet. Genom hyresregleringen och andra hyreskontrollerande åtgärder, dvs. i första hand maximihyror för statsbelånade fastigheter och allmänna regler för kooperativa och s. k. allmännyttiga företag, kan förekomsten av indexlån vid bostadsfastighetsbelåning regleras i den utsträckning som ökade kapitalkostnader till följd av indexklausul medges som skäl för hyreshöjning.

Förutsättningen för att detta system skall kunna anpassas till indexlån är att staten åtar sig kontrollen över räntebildningen även på indexlånemarknaden. Ett dylikt engagemang strider dock mot förutsättningen att staten antas vara helt passiv visavi indexlånemarknaden. Det synes dessutom inte vara lämpligt att stimulera en indexreglerad bostadsfinansiering, så länge en fullständig övergång till indexlån inte kan åstadkommas. Det grundläggande skälet är detsamma som tidigare redovisats, nämligen att de bostadspolitiska fördelarna av indexlån inte kan utnyttjas annat än i samband med en övergång till reala normer för hyresreglering och räntegarantier.

Om man härav drar slutsatsen, att staten inte kan eller bör skapa samma förutsättningar för indexlån som för penninglån i den prioriterade och subventionerade fastighetsfinansieringen, försämras otvivelaktigt prognosen för den privata indexlånemarknaden. Det bör å andra sidan observeras, att även om indexlån inte skulle kunna förses med räntegaranti (och därmed knappast förekomma i fastigheter med stat-

liga lån), borde dock — med denna princip en gång etablerad — bostadspolitiska hinder för indexlån utanför denna sektor kunna undanröjas. En reform i den riktningen är att ökade kapitalkostnader till följd av indexklausul medges som skäl för hyreshöjning, vilket för närvarande inte synes vara praxis.

12.3.3

Förekomsten av indexlån inom den *oprioriterade* kreditsektorn kan stimuleras om kreditransonering råder. Indexklausuler kan vara ett verksamt medel för låntagarna att erhålla det ökade kreditutbud, som de förhindras att framkalla medelst höjda räntor på penninglån. Om uppkomsten av indexlån skulle leda till en press uppåt på penningräntan, som inte accepteras av staten, kan det få som konsekvens, att statsmakterna antingen måste direkt engagera sig på indexlånemarknaden för att kontrollera även dess räntesättning eller också söka förhindra uppkomsten av indexlån. Problemet utvidgas med andra ord till att avse statsmakternas allmänna attityd till indexlånemarknaden och dess egenskaper.

Om centralbanken tillämpar en ransonering av oprioriterade krediter, t. ex. genom kontroll av företagens obligationsemissioner, kan denna ransonering inte göras effektiv, såvida inte även emissioner av lån med indexklausul blir föremål för kontroll. Uppkomsten av indexlån på obligationsmarknaden blir med andra ord beroende av ett statligt ställningstagande. Den både kvantitativa och kvalitativa kontroll, som upprätthålles över obligationsemissionerna, torde därvid göra det skäligen likgiltigt, huruvida de »tillåttna» emissionerna är försedda med indexklausul eller ej, så länge de oprioriterade krediternas totala volym kan kontrolleras.

Sammanfattningsvis kan sägas, att en privat indexlånemarknad knappast kan förutspås någon större framgång vid en kreditreglering av den typ och den omfattning, som rått under de senaste åren. Dess utveckling kan komma att avvika från förhållandena i en jämviktmarknad på så sätt, att volymen indexlån i perioder av särskilt stark kreditransonering företer en viss expansion. Å andra sidan kan indexlåne-marknaden, om den kraftigt expanderar (eller framkallar en allmän press uppåt på räntenivån), kollidera med regleringspolitikens målsättningar och hämmas i sin tillväxt genom statliga ingrepp.

Kapitel 13. Penningpolitik i en dubbel kreditmarknad

En mycket allmän formulering av motiven för statlig aktivitet i form av operationer på indexlånemarknaden är att man vill främja uppkomsten och utvecklingen av indexlån. Det kan således visa sig att indexlån inte spontant kommer till stånd, även om de formella förutsättningarna existerar, eller att en privat indexlånemarknad kännetecknas av starkt fluktuerande kurser, varigenom dess utveckling hämmas. Även om dessa farhågor skulle visa sig oberättigade, kan en utbredd motvilja råda bland de privata låntagarna att engagera sig i indexlånekontrakt, baserad på misstro mot en ny och oprövad låneform.

De upplysningar om statens beteende på indexlånemarknaden, som erhålles från dessa utgångspunkter, blir med nödvändighet ganska vaga. De kreditpolitiska myndigheternas operationer bör inriktas på att bemöta tendenser till kursfluktuationer på indexlånemarknaden. Denna kursstödande politik bör också föras i syfte att undvika »allt-

för låga» realräntor. Men den närmare utformningen av denna politik — hur långt man skall gå i kursstabiliserande syfte och vilken realräntenivå som skall upprätthållas — måste av naturliga skäl ankomma på statsmakterna att avgöra med hänsyn till de i varje enskilt läge rådande samhällsekonomiska och kreditpolitiska förutsättningarna. Den väsentliga effekten av statens aktivitet på indexlånemarknaden kan bli att tilltro skapas till indexlånemarknadens stabilitet och dess bestånd på längre sikt utan att därför all osäkerhet om utvecklingstendenserna på kort sikt kan avskaffas. Under alla förhållanden måste man ha samma utrymme för en rörlig räntepolitik på indexlånemarknaden som på penninglånemarknaden.

Målen kan givetvis konkretiseras i större utsträckning. Man kan sålunda vilja stimulera (eller motverka) en utbredning av indexlån från obligationsmarknaden till bankkreditmarknaden, uppkomsten av värdesäkra försäkringsformer etc. Om indexlån skall användas för de bostadspolitiska mål som tidigare diskuterats kan det bli penningpolitikens uppgift att i möjligaste mån söka överföra bostadskreditgivningen på real basis. Slutligen kan önskemålet om indexlåns utbredning och förekomst utsträckas till att gälla hela kreditmarknaden; man vill med andra ord nå en fullständig övergång till indexlån.

13.1 Jämviktmarknaden

Här antas att statens kreditpolitik bedrivs med generellt verkande medel i form av diskontopolitik och marknadsoperationer. Det betyder att något bestående efterfråge- eller utbudsöverskott på kredit inte existerar utan mer eller mindre omedelbart elimineras genom förändringar av räntenivå och/eller kreditvolym. Det bör framhållas,

att jämvikten på kreditmarknaden inte säger något om den samhällsekonomiska situationen (dvs. läget på varu- och faktormarknaderna). Även under den angivna förutsättningen kan sålunda motivet för introduktionen av indexlån vara, att man vill, exempelvis, nå ett ökat enskilt sparande.

13.1.2

Det första problem, som statsmakterna ställs inför vid introduktionen av indexreglerade statsobligationer, är valet av räntesats och övriga lånevillkor. Det måste ske efter en bedömning av marknadsläget, varvid valet av realränta uttrycker de penningpolitiska myndigheternas uppfattning om allmänhetens benägenhet att — vid en given penningränta — efterfråga statliga indexlån.

Det kan därvid visa sig att efterfrågan på indexlån är så stor, att indexlånemarknaden absorberar en större mängd obligationer än vad som motsvarar upplåningsbehovet och detta vid en räntenivå, som är så låg, att kostnaderna för indexlån, även med hänsyn tagen till den av myndigheterna förväntade indexstegringen, understiger penningräntan. Kreditpolitikens uppgift att bl. a. svara för en så gynnsam placering som möjligt av statsskulden motiverar i ett sådant läge ytterligare utbud av indexlån och inköp av motsvarande mängd penningobligationer. Det blir således fråga om ett *utbyte* av penninglån mot indexlån enligt samma mönster, som tidigare antagits gälla för den enskilda fordringsmarknaden. Men det är också tänkbart, att efterfrågan på indexlån blir så obetydlig i förhållande till det aktuella upplåningsbehovet, att detta inte kan placeras till för staten acceptabla räntevillkor, varför en återgång till penninglånefinansiering ter sig mest gynnsam.

Frågan om utformningen av kompro-

missen mellan de statsfinansiella intresena och andra penningpolitiska syften har tidigare berörts. En tänkbar lösning är, att operationerna i indexlån inte behöver ge någon direkt avkastningsmässig fördel men att de ändå inte bör föras längre än att kostnaderna för statsskulden kan förväntas bli ungefär desamma som om den fortfarande vore placerad i penninglån. Det synes i varje fall inte rimligt, att centralbanken i sin räntesättning uppträder som om penningvärdet inte kunde förändras.

Från den utgångspunkten bör övergången till indexlån genomföras vid den räntedifferens, som ungefär motsvarar de kreditpolitiska myndigheternas uppfattning om den framtida indexutvecklingen. En väsentlig konsekvens härav är att förekomsten av indexlån på den statliga fordringsmarknaden blir beroende av hur dessa organs förväntningar förhåller sig till förväntningarna bland de på denna marknad uppträdande placerarna. Anser sig staten kunna räkna med en högre grad av penningvärdestabilitet än flertalet av dess långivare, blir indexlåns avkastningsvillkor sådana, att en i det närmaste fullständig övergång till indexlån sker. Överensstämmer förväntningarna däremot med den allmänt förekommande prisnivåförväntan, kan — vid en viss spridning av allmänhetens förväntningar — en betydande efterfrågan på penninglån kvarstå. Det betyder att en del av statens nyupplåning måste ligga kvar på penninglånemarknaden. Om man vill undvika det intryck av spekulation i kommande prisstegringar, som samtidig upplåning i penning- och indexlån kan ge, måste övergången till indexlån fullföljas genom ett fortsatt utbyte av penninglån mot indexlån och ytterligare utjämning av ränteförhållandena på de två marknaderna. Skulle

en fullständig övergång till indexlån inte ske förrän räntedifferensen helt utjämnats kan räntepolitiken råka i konflikt med de statsfinansiella hänsyn, varom tidigare talats.

13.1.3

Penningpolitiken kommer dock knappast att ha den handlingsfrihet med avseende på valet av differens mellan penning- och realränta, som ovan förutsatts. Man måste sålunda anta, att räntedifferensen på marknaden för statliga och för privata fordringar har ett starkt inbördes beroende. Räntepolitikens beroende av framför allt de privata låntagarnas attityd till indexlån kan därvid bli en hämmande faktor. Ett ringa utbud av privata indexlån skapar låga realräntor på denna del av kreditmarknaden och ökar samtidigt efterfrågetrycket på den statliga fordringsmarknaden.

Staten har dock vissa möjligheter att ingripa mot dylika stagnationstendenser. Den kan sälja indexlån till en förhållandevis hög realränta och samtidigt köpa penninglån inte bara på den statliga fordringsmarknaden utan också på den privata. Det betyder att det utbudsöverskott av privata penningfordringar, som framkallas av den höga realräntan, absorberas av staten. De penningpolitiska organen blir sålunda ett slags clearingcentral mellan de privata låntagarna och långivarna: de lånar upp i indexlån för att låna ut i penninglån.

Huruvida sådana operationer ter sig försvarbara torde i första hand bero av hur starka motiv statsmakterna anser sig ha för att främja en övergång till indexlån. Det har sålunda redan tidigare påtalats, att en politik, som syftar att helt utjämna skillnaden mellan penning- och realräntenivån, knappast kan försvaras av statsfinansiella skäl.

Metoden är närmast tänkt som ett sätt att minska inledningsskedets anpassningsproblem vid tendenser till en överdrivet stor räntedifferens.

13.1.4

Endast en ringa del av kredittransaktionerna på den svenska kreditmarknaden utgöres av direkta avtal mellan de slutliga långivarna och låntagarna, dvs. hushåll och företag. Den allra största delen förmedlas genom bankiurättningar, enskilda och offentliga försäkringsanstalter, hypoteksinstituten m. fl. kreditförmedlande organ. Deras reaktionsätt kan därför bli av avgörande betydelse för indexlåneemarknadens utvecklingsmöjligheter.

I inledningsskedet är det enligt vad tidigare sagts tänkbart, att de kreditförmedlande instituten intar en avvaktande attityd och inte omedelbart engagerar sig i mera omfattande värdesäkringsåtaganden. Det utesluter inte att kreditinstituten är villiga att köpa indexlån — varvid försäkringsbolagen torde ha lättare än bankerna att acceptera indexreglerade fordringar som täckning för nominala skulder. De nominala förräntningsåtagandena på inlåningssidan torde dock medföra att de ställer relativt höga förräntningskrav eller begränsar andelen indexlån av de totala tillgångarna.

Under dessa förutsättningar måste efterfrågan på statliga indexlån bli begränsad. I den mån den består av hushålls och företags direkta köp av värdepapper, borde den kunna tillgodoses inom ramen för statens normala upplåningsverksamhet även vid en förhållandevis hög realränta. Det bör också betyda att utbudet av privata indexlån blir ringa.

De institutionella placerarnas uppträdande medför således att indexlåneemarknaden i inledningsskedet företrä-

desvis lokaliseras till statens upplåning men att denna marknad samtidigt — trots sin begränsning — kan antas uppvisa stabila och relativt höga realräntor. Staten skulle med andra ord kunna tillgodose allmänhetens direkta efterfrågan på värdesäkra placeringar utan att därför balansen på den privata fordringsmarknaden rubbades.

En rad omständigheter tyder dock på att den avvaktande hållningen från de kreditförmedlande institutens sida inte kan bli bestående någon längre tid. Förkomsten av en indexlånemarknad, för vilken staten visar ett positivt intresse, borde stimulera kapitalmarknadsinstitutet att ge sina inlåningskunder värdesäkra placeringsmöjligheter. Särskilt gäller detta, om den statliga indexupplåningen innebär en konkurrens om spararnas placeringar.

Ju högre indexlåneräntan är i förhållande till penningräntan, desto starkare bör incitamenten att införa reala garantier i inlåningen vara. Hos vissa institut, som arbetar under marknadsmässiga förutsättningar, utgöres de av en sjunkande benägenhet att efterfråga deras tjänster, hos andra av en direkt press från uppdragsgivarna (delägarna) på de beslutande organen. Men samtidigt kan det av marknadssituationen framgå, att en ökad efterfrågan på värdesäkra placeringar från institutens sida måste medföra en betydande sänkning av realräntan. Särskilt för de institut, vilka har att avvärja en direkt konkurrens från indexlånemarknaden, kan vid fixeringen av realränteåtagandena en konflikt uppstå mellan rådande och förväntade räntesatser på indexlån.

Bankerna kan i den beskrivna processen komma att spela en strategisk roll, bl. a. därför att övergången till indexreglerad inlåning för deras del kan få stor omfattning. En betydelsefull frå-

ga blir hur dessa institut kommer att säkerställa sitt behov av indexlån på tillgångssidan. Såvida inte den indexreglerade inlåningen ransoneras (vilket dock knappast fyller syftet att avvärja konkurrens från indexlånemarknaden i övrigt) måste detta huvudsakligen ske via indexklausuler i institutens direkta utlåning. Det är dock möjligt att bankerna inte kan förse sina indexreglerade inlåningsräkningar med från konkurrenssynpunkt effektiva avkastningsvillkor utan att möta ett betydande motstånd från låntagarsidan gentemot den indexreglerade utlåningen.

Penningpolitikens reaktionsmönster i den här beskrivna situationen kan i stort sett bara bli ett. I viss utsträckning kan efterfrågeökningen på indexlån neutraliseras genom marknadsoperationer. Men för att bereda plats för den efterfrågeökning, som härrör ur institutens fondtillväxt, torde det bli nödvändigt att tillåta en större differens mellan penning- och indexlåneränta.

Övergångsproblemen skulle kunna reduceras, om värdesäkra placeringsmöjligheter i olika institutionella former uppstår ungefär samtidigt med statens introduktion av indexlån. De kapitalförvaltande instituten skulle då införa reala åtaganden utan att avvakta störningar i sin inlåning. Introduktionen av indexlån torde i sådant fall böra föregås av ett direkt samarbete mellan staten och berörda institut för att klarlägga förutsättningarna för en gemensam och såvitt möjligt samtidig aktion i indexlånefrågan.

13.2 En reglerad marknad

Den problematik som skulle möta vid introduktionen av indexlån i en kreditmarknad med ett allmänt efterfrågeöverskott, kännetecknad av kreditransonering och prioritering av krediter för

vissa ändamål, har tidigare redovisats. Den enda — ehuru i praktiken väsentliga — skillnaden är att de penningpolitiska organen i detta fall utan restriktioner kan operera på indexlåne-marknaden.

Förutsättningarna för indexlånens existens i en reglerad marknad torde huvudsakligen i två avseenden komma att avvika från de tidigare angivna. För det första måste indexlånen introduceras på ett sådant sätt, att den prioriterade kreditgivningen — som här antas avse finansiering av bostadsbyggandet — kan fortgå i oförändrad omfattning. För det andra antas en allmän överskottsefterfrågan på kredit råda och en uttalad kreditransonering praktiseras.

Indexlåns förekomst bland de prioriterade krediterna blir i stor utsträckning beroende av huruvida subventionssystemet samt normerna för hyreskontrollen anpassas till det nya finansieringssättet eller ej. En övergång till hyresreglering och kapitalsubventioner på real basis skulle medföra en kraftig styrning över mot indexlån vid bostadsbyggandets finansiering. Bibehålles den nuvarande hyres- och subventionspolitiken torde bostadsbyggarnas aversion mot indexlån å andra sidan bli markant. Av vikt är därvid, att det inte synes vara förenligt med bostadspolitikens målsättningar att er-hålla en ny typ av hyressplittring, som orsakas av att vissa fastigheter finansierats med penninglån och andra med indexlån.

13.2.2

Introduceras statliga indexlån under förutsättningen, att de prioriterade krediterna (med undantag dock för statens direkta upplåning) skall finansieras med penninglån, torde det bli nödvändigt att söka hålla indexlåne-marknadens expansion under kontroll. I

första hand måste räntepolitiken föras på ett sådant sätt, att en alltför liten räntedifferens kan undvikas. I annat fall kan indexlåne-marknadens expansion kontrolleras endast genom en skärpning av kreditregleringen.

På bankkreditmarknaden skulle speciella problem kunna uppstå till följd av den ojämna fördelningen av prioriterad kreditgivning mellan sparbanker och affärsbanker. Större delen av sparbankernas utlåning måste sålunda ske i form av penninglån, medan affärsbankerna får avsevärt större möjligheter att indexreglera sin utlåning (kap. 12.4). Konkurrenssituationen mellan bankformerna kommer således att förskjutats till affärsbankernas förmån, när det gäller möjligheterna att tillgodose insättarnas efterfrågan på indexdepositioner.

Kravet på penningpolitiken att införa indexlån med minsta möjliga störning i kreditmarknadens funktionssätt torde sålunda vara avsevärt större i en reglerad marknad. Otvivelaktigt ligger det då nära till hands att förorda en direkt ransonering av indexlån. Indexobligationer skulle således göras till personliga och icke överlåtbara skuldebrev och förvärvsrätten begränsas. Realrätten kunde därvid sättas avsevärt högre utan att kontrollen över marknadens utveckling gick förlorad.

Slutligen bör en annan egenskap hos en efter dessa riktlinjer fungerande dubbel kreditmarknad noteras. I och med att den prioriterade kreditgivningen till av regleringspolitiken fastställda räntesatser skall ske på penninglåne-marknaden, kan staten, om den samtidigt vill upprätta en indexlåne-marknad byggd på statliga indexlån, knappast undgå att »ta ansvaret» för räntedifferensens storlek.

Betydelsen härav förstärkes, om staten som låntagare uppträder även på penninglåne-marknaden. Även om det

inte svarar mot det verkliga orsakssambandet, kan en dylik politik tolkas som om statsmakterna förväntar sig en större inflation än den som motsvaras av differensen mellan indexlåneräntan och (den reglerade) penninglåneräntan och därför anlitar den billigare penninglåneformen. Hela den skisserade politiken med avseende på indexlåneemarknadens utformning kan sålunda möta ett opinionsmässigt motstånd, grundat på uppfattningen att staten otillbörligt utnyttjar kreditmarknadsregleringen för att nedbringa sina reala upplåningskostnader.

13.2.3

Om indexlån skall ingå bland den prioriterade kreditgivningen till bostadsbyggandet, är penningpolitikens viktigaste förutsättning av bostadspolitisk art. Indexlån har sålunda accepterats som ett bostadspolitiskt medel, varvid man har att utgå från att statsmakterna eftersträvar en såvitt möjligt fullständig övergång till indexlån inom bostadskreditgivningen.

Den centrala frågeställningen är hur kreditmarknaden skall kunna förmås att till i princip oförändrade räntor absorbera ett förhållandevis stort utbud av indexlån (dvs. efterfrågan på indexreglerade krediter). Kan detta inte ske måste antingen kostnaden för statens bostadssubventioner kraftigt ökas eller kreditmarknadsregleringen (i varje fall inledningsvis) skärpas. För att den stora volymen bostadskrediter skall kunna förses med indexklausuler krävs med andra ord en snabb omställning av såväl obligationsmarknaden som bankkredit- och reverslånemarknaden till indexlån. Kravet på indexlåneemarknadens omslutning förstärks givetvis om övergången till indexlån gäller inte bara nyproduktionens finansiering utan även

ett utbyte av penninglån mot indexlån i delar av det existerande fastighetsbeståndet.

Det är inte möjligt att på förhand avgöra om den åsyftade övergången till indexlån kan genomföras. Såvitt avser obligationsmarknaden ter sig utsikterna ganska goda för en snabb expansion av låneformen utan att därför kreditregleringen måste skärpas. Denna bedömning utgår i första hand från den stimulans att söka sig till indexlåneemarknaden, som för bostadsbyggarna skapas av bostadspolitikens omläggning. Realräntenivån skulle alltså kunna hållas relativt hög. Detta bör göra obligationsköparna benägna att övergå till indexlån. Det är dessutom troligt att bostadskreditmarknaden erhåller ett ökat medelstillflöde i och med indexlånens tillkomst. Såvida inte samtidigt realobligationer och andra värdesäkra papper med lika eller bättre villkor utbjudes på den oprioriterade marknaden måste en överströmning av obligationsefterfrågan ske till marknaden för prioriterade krediter.

En annan omständighet kan verka i samma riktning. Införandet av indexlån kan öka efterfrågan på långa placeringar över huvud antingen som ett resultat av ökat sparande eller av ökad obligationsefterfrågan ur tillgängliga kassamedel (eventuellt också en övergång från t. ex. aktier till obligationer). Medan denna effekt av indexlån i en jämviktmarknad inte behöver tilläggas någon direkt kreditpolitisk betydelse, får den en annan innebörd i en marknad med efterfrågeöverskott och åtföljande kreditransonering. Introduktionen av indexlån skulle därmed kunna leda till en allmän lättnad i kreditmarknadsläget.

Det kan å andra sidan inte uteslutas, att den åsyftade snabba övergången till indexlån skapar anpassningsproblem på

andra delar av kreditmarknaden och då särskilt på bankkreditmarknaden.

Om sparbankerna skall överföra större delen av sin utlåning på real basis, måste en betydande del av inlåningen ske mot indexklausul. En förhållandevis hög realränta kan krävas för att sparbankernas inlåningskunder i tillräcklig omfattning skall övergå till indexlån. Affärsbankerna bör därvid er- hålla ett överskott av indexlån i sin inlåning.

Eftersom en höjning av penningrän- tan i bankerna strider mot centralban- kens intresse att stimulera efterfrågan på indexreglerade placeringar, skulle behov uppstå att utjämna balansrub- ningar mellan banksystemen och even- tuellt också mellan enskilda banker. Det måhända effektivaste sättet är att låta centralbanken fungera som mellanhand: delar av sparbankernas nominala inlå- ning placeras i centralbanken för att där förvandlas till en centralbankens indexreglerade utlåning till sparban- kerna. Härigenom erhåller de en till- räcklig mängd indexreglerad inlåning för att täcka sin bostadskreditgivning mot indexklausul. För affärsbankernas del kan den motsatta transaktionen bli aktuell: indexlån förvandlas med cen- tralbankens hjälp till nominallån.

En överföring av bostadskreditgiv- ningen på real basis torde sålunda inne- bära, att penningpolitiken delvis måste söka sig nya vägar och ingripa i kre- ditmarknadens funktionssätt på ett me- ra direkt sätt än vad som hittills varit vanligt. Centralbankens ställning som mellanled i kreditprocessen kan där- vid leda till att dess förmögenhetsba- lans får en ur statsfinansiell synpunkt mindre tilltalande sammansättning (se ovan sid. 69 f). Det inträffar om den ef- tersträvade snabba expansionen av reallån kräver så små räntedifferenser, att de inte täcker den faktiska index-

stegringen. I sista rummet avgöres va- let av politik av statsmakternas inställ- ning till indexlån som bostadspoli- tiskt medel i ett läge, när man av olika skäl önskar bibehålla självkostnadsprin- cipen på hyresmarknaden.

Slutligen bör erinras om att en an- nan vinst av den ovan diskuterade po- litiken är, att den otvivelaktigt på ett mycket effektivt sätt tillgodoser det ur- sprungliga syftet med indexlån: att för en stor del av allmänheten möjliggöra värdesäkra placeringar.

13.3 Räntepolitiken på längre sikt

I olika sammanhang har framhållits att ett motiv för indexlån är att man med en väl utvecklad indexlåneemarknad har möjlighet att direkt påverka realräntan. Räntepolitiken skulle därmed kunna göras oberoende av både den interper- sonella spridningen av prisnivåför- väntningarna, som kan snedvrída in- vesteringsurvalet, och av allmänna för- väntningsförskjutningar, vars samhälls- ekonomiska verkningar endast med svårighet kan neutraliseras via penning- räntan. Helt kan dessa egenskaper hos indexlån utnyttjas först när de domi- nerar kreditmarknaden. Två frågor uppstår därför, dels om en total över- gång till indexlån ter sig sannolik, dels hur penningpolitiken skall bedrivas när penning- och indexlån båda utgör reguljära kreditformer och vi således har vad som benämnts en dubbel kre- ditmarknad.

För indexlåneemarknadens utveckling blir, som framgått av det ovanstående, låntagares och långgivares värdering av de två låneformerna avgörande. Enbart spridningen av prisnivåförväntningarna och olikheten i riskuppfattning gör därvid en total övergång mindre antag- lig. Dessutom kan indexklausuler av rent tekniska skäl få begränsad an- vändbarhet. Det förefaller sålunda tro-

ligt, att en stor del av bankernas korta inlåning fortfarande får nominal karaktär; indexreglering av checkkrediter och korta inlåningsräkningar fyller knappast något ändamål.

Om man räknar med att indexlån och penninglån kommer att existera vid sidan av varandra och att penninglån i varje fall på bankkreditmarknaden fortfarande har en uppgift att fylla, finns det knappast något tekniskt hinder för att bibehålla penningpolitikens nuvarande arbets sätt. Centralbankens diskonto blir därmed riktpunkten för penninglåneräntan, såväl i bankerna som på kapitalmarknaden. Marknadsoperationer kommer under de angivna förutsättningarna främst till användning för att förändra *räntedifferensens* storlek.

Med den successiva framväxten av en indexlåneemarknad kan det dock visa sig önskvärt att skjuta realräntenivån i förgrunden och låta dess förändringar bli den inledande signalen till ränteanpassningar över hela kreditmarknaden. Penningräntans höjd — och därmed också centralbankens diskonteringsräntesatser — blir beroende av de allmänt rådande prisnivåförväntningarnas utseende och storlek. Det betyder att diskontopolitiken i växande utsträckning får karaktären av anpassningsrörelser till det ränteläge, som bestämts av marknadsoperationerna på indexlåneemarknaden. Det skulle således vara möjligt att nå den frihet i den relativa prisbildningen, som tidigare betecknats som önskvärd, utan att därför de nuvarande kontrollinstrumenten på penninglåneemarknaden uppgives. En aktivare politik på penninglåneemarknaden bör utan större svårigheter vid behov kunna användas genom en koordinering åt motsatta hållet av marknadsoperationer och diskontopolitik. De förväntningar och psykologiska reaktioner, som

idag orsakar det omedelbara sambandet mellan diskonto och obligationsränta, torde alltså kunna återupplivas.

Möjligheterna att genom operationer enbart på reallåneemarknaden påverka den totala kreditvolymen och allmänhetens likviditet avviker knappast från dem som existerar vid motsvarande operationer i enbart penninglån. För att exakt kunna fastställa även penningräntenivån är samtidiga operationer på båda marknaderna dock effektivare. Dylika ingrepp kan bli nödvändiga, om räntedifferensen tenderar att bli större än vad som förefaller önskvärt med tanke på konsekvenserna för allmänhetens förväntningar. En sådan ränteutveckling är tänkbar vid en stark spridning av förväntningarna. Förutsättningarna för att genom operationer på den ena marknaden nå en ränteförändring av samma storlek också på den andra marknaden är störst, om räntedifferensen motsvarar förväntningarna hos det stora flertalet marknadssubjekt. Betydande förskjutningar i det inbördes förhållandet mellan utelöpande mängd penninglån och utelöpande mängd indexlån krävs då för att räntedifferensen i märkbar utsträckning skall påverkas.

För att uppnå en kreditåtstramning genom operationer i realobligationer torde några särskilda krav på indexlåneemarknadens institutionella utbredning inte behöva uppställas. Den likviditetsindragande effekten av obligationsförsäljningen torde snarare öka om bankerna inte kan erbjuda indexreglerad inlåning. För det motsatta slaget av operationer, där man genom uppköp av realobligationer önskar öka allmänhetens likviditet, kan däremot en begränsad spridning av indexlåneformen visa sig vara ett hinder. Förutsättningen för att operationerna skall få avsedd effekt är således, att realobligationer innehas

även av placerare, som är beredda att göra korttidsaffärer i reallån, dvs. sälja dem före inlösningsstidpunkten.

Sammanfattningsvis kan sägas, att de argument som talar mot en övergång till realräntepolitik i den ovan angivna meningen inte synes vara annorlunda än de som eventuellt talar mot marknadsoperationer över huvud som alternativ till diskontopolitiken. Uppmärksammas bör därvid, att förekomsten av likviditetskvoter, utlåningsbestämmelser och andra direkta kontroller reducerar betydelsen av om diskontopolitik kan bedrivas eller ej. De penningpolitiska målen kan dock ibland nå snabbare och effektivare genom en kombination av operationer i penning- och reallån, varvid också diskontopolitiken aktualiseras. Det synes därför inte vara möjligt eller ens önskvärt, att centralbanken avhänder sig något av de kreditpolitiska instrument som står till dess förfogande i en dubbel kreditmarknad. Tyngdpunkten i räntepolitiken måste å andra sidan i större utsträckning än för närvarande läggas på marknadsoperationer om man i vissa lägen över huvud skall kunna påverka realräntan. Vid ett totalt sett begränsat utrymme för dylika operationer och vid trögheter i marknadens reaktionssätt kan detta otvivelaktigt betecknas som en komplikation.

13.3.2

Räntepolitiken torde i en dubbel kreditmarknad bli mera beroende av allmänhetens prisnivåförväntningar än för närvarande. Om dessa förväntningar ändras, kan centralbanken knappast undgå att anpassa endera av real- eller penningräntan. Allt tyder därvid på att penningräntan bör bli den beroende storheten, såvida man inte eftersträvar den realränteförändring som annars blir följden.

För den dubbla kreditmarknadens utveckling på längre sikt kan en dylik räntepolitik få betydelse. Om penningräntan utsätts för tätare förändringar än realräntan måste placeringar i penninglån så småningom komma att omges med större osäkerhet än reallåneplaceringar. Blir penningräntans fluktuationer täta och av betydande storlek kan värderingen av penninglån förskjutas i negativ riktning med åtföljande konsekvenser för placerarnas avkastningskrav. Det är dock inte troligt att förväntningarna om prisnivåutvecklingen på längre sikt genomgår särskilt täta förskjutningar.

Resultatet bör bli att indexlånemarknadens tillväxttakt ökas på penninglånets bekostnad. På lång sikt skulle därför en dubbel kreditmarknad inte kunna upprätthållas annat än i den utsträckning som avtalens kortfristighet gör indexklausuler otympliga eller meningslösa ur värdesäkringssynpunkt.

Förväntningarna om indexutvecklingen på kort sikt kan bli avsevärt rörligare än långsiktส์förväntningarna. Detta synes rimligt med utgångspunkt från erfarenheten att prisnivåns förändringstakt för kortare perioder, t. ex. ett år, uppvisar stora variationer även om förändringstakten över längre perioder är mycket stabil. Allmänhetens benägenhet att placera resp. företa upplåning kan därför uppvisa stora förskjutningar mellan index- och penninglån på den korta marknaden — och då särskilt bankkreditmarknaden — utan att därför den långa penning- och realräntan beröres. Skall bankerna i sådana lägen kunna hålla balans mellan indexlån på in- och utlåningssidan, måste räntestrukturen i bankerna antagligen bli något rörligare än hittills. Ur penningpolitiska synpunkter borde en anpassning av bankernas räntestruktur

stå i samklang med den rörlighet i räntedifferensen, som vid allmänna förskjutningar av förväntningarna torde bli nödvändig.

Om det skulle visa sig att räntedifferensen på bankkreditmarknaden styrs av andra krafter än de som avgör förhållandet mellan penning- och realränta på kapitalmarknaden, bör det innebära att sambandet mellan »kort» och »lång» penningränta får ett delvis nytt innehåll. Det kommer således att bero inte bara av förväntningarna rörande obligationsräntans framtida höjd utan också av relationen mellan prisnivåförväntningarna på kort och lång sikt. Det är alltså tänkbart, att den korta penningräntan stiger — och tillfälligtvis blir högre än obligationsräntan — utan att detta får någon effekt på obligationsmarknaden, helt enkelt därför att kortsiktsförväntningarna förskjutits utan att långsiktsförväntningarna märkbart påverkats.

Det innebär att möjligheterna att med diskontopolitik direkt kontrollera den långa räntan minskas. En övergång till operationer företrädesvis i reallån skulle då inte nödvändigtvis stå i konflikt med önskemålet att fortfarande kunna utnyttja diskontopolitik för direkt reglering av kreditvolymen på bankkreditmarknaden. Dessa båda aktiviteter kan då utövas samtidigt utan att centralbanken behöver ta ansvaret för räntedifferensens storlek på kapitalmarknaden och därmed deklarerar en officiell uppfattning om prisnivåutvecklingen på längre sikt.

13.3.3

För bedömningen av indexlån är det av väsentligt intresse hur *räntenivån* kan tänkas bli påverkad av indexlånemarknadens uppkomst. Tillgängliga hypoteser tillåter dock inte någon entydig slutsats.

Å ena sidan kan man peka på de egen-skaper hos indexlån, som kan framkalla ett ökat sparande och en förbättrad effektivitet hos penningpolitiken i vissa lägen. Om man dessutom tar hänsyn till att indexklausuler vid upplåningen kan leda till en noggrannare sovring bland investeringsprojekten än vad som för närvarande sker, nås slutsatsen, att det med indexlån vore möjligt att hålla en lägre räntenivå än vid penninglån.

Å andra sidan förefaller det troligt att det blir omöjligt att hålla så låga realräntor i en indexlånemarknad som det faktiskt varit möjligt att göra i kreditmarknader med enbart penninglån. Realräntan på hushållens placeringar har i vårt land under långa perioder legat vid noll eller varit negativ. Införandet av indexlån och uppkomsten av en synlig realränta bör leda till ökad medvetenhet rörande den reala avkastningens storlek. En politisk-psykologisk undre gräns för realräntan kan uppstå (t. ex. att den inte kan vara negativ); som idag inte existerar i och med att kortvariga men kraftiga inflationsförlopp inte framkallar räntehöjningar, tillräckliga för att motverka prisstegringens effekt på realräntan över en längre period.

13.4 Indexlån och internationella kapitalrörelser

Diskussionen av indexlånemarknadens funktionssätt och penningpolitikens utformning i en dubbel kreditmarknad har genomgående förts under förutsättningen, att den svenska kreditmarknaden är isolerad från utländskt inflytande. Med de restriktioner på de internationella kapitalrörelsernas område, som för närvarande tillämpas i vårt land, torde resonemangen i och för sig kunna tillämpas på dagens verklighet.

13.4.2

Uppkomsten av en marknad för indexreglerade lån i Sverige vid fria kapitalrörelser (eller vid valutaregleringens avskaffande sedan indexlånemarknaden etablerats) skulle i princip innebära, att Sverige har att anpassa både penning- och realräntan till den internationella räntenivån, om man helt vill undvika kapitalrörelser mellan Sverige och utlandet. Indexlånen bör således ge samma (förväntade) nominalränta som svenska och utländska penninglån. Räntepolitiken påverkas därmed av de i utlandet rådande förväntningarna om den svenska prisstegringen.

Villkoret om paritet mellan olika länders räntenivåer modifieras av olika friktionsmoment för kapitalöverföringar, bl.a. ovissheten om ränte- och valutakursförändringar. Vid placeringar i indexlån kan ett extra osäkerhetsmoment ingå i och med att dessa låns avkastning beror av prisnivåutvecklingen i Sverige.

Tänkbart är dock, att vid fria kapitalrörelser mellan ett större antal länder t. ex. i Västeuropa den svenska indexlånemarknaden skulle komma att registrera förskjutningar i allmänhetens prisnivåförväntningar i dessa länder. Vid en tilltagande osäkerhet om penningvärdets framtida stabilitet har Sverige sålunda att motta en från utlandet inströmmande kapitalmängd som söker placering i indexlån och att söka tillfredsställa denna extra efterfrågeökning. Alternativet till kapitalimporten är att dämpa efterfrågan genom en sänkning av realräntan.

Om förväntningarna inriktas på stabilt penningvärde eller deflation uppträder ett extra utbud på den svenska indexlånemarknaden från utländska låntagare eller utländska innehavare av svenska indexlån. Detta utgör en export av kapital.

Under förutsättning att de svenska myndigheterna önskar undvika omfattande kapitalrörelser av detta slag måste de elimineras via förändringar av indexlåneräntan. De önskemål som knutits till möjligheterna att stabilisera indexlånemarknadens kursutveckling och att på längre sikt övergå till realräntepolitik skulle därmed inte kunna infrias. I stället måste realräntan systematiskt användas i »fel» riktning: höjas när inflationsförväntningarna avtar och sänkas när de tilltar.

Kapitalrörelser av detta slag kan dock förhindras genom en förändring av den svenska valutans värde, som eliminerar avkastningseffekten från indexlån. Förutom att en dylik valutakurspolitik knappast kan motiveras av andra skäl, när inflationstakten är densamma i Sverige och i utlandet, går dock utvecklingen mot minskat utrymme för en nationell politik på valutaområdet.

Kapitalrörelserna skulle också utebli om nominalräntenivån i utlandet anpassades till de ändrade förväntningarna — eventuellt i syfte att förhindra icke önskvärda kapitalrörelser till Sverige. Även om detta sker kan ändå eftersläpningen vara tillräckligt stor för att de ovan påtalade balansstörningarna på den svenska kreditmarknaden inträffar. Det kan i stället hävdas att om kapitalrörelserna till och från Sverige blir kännbara i utlandet uppstår en strävan att söka få Sverige att överge sin indexlånemarknad.

13.4.3

Det är dock inte givet, att de kapitalrörelser som framkallas av indexlånemarknaden under alla förhållanden skulle i vårt land uppfattas som negativa företeelser.

Kapitalrörelser till och från ett land kan vara ibland önskvärda, ibland acceptabla. En kapitalimport har såsom

omedelbar effekt en förstärkning av landets valutareserv och en ökning av den interna likviditeten. Om en räntehöjning genomföres för att åstadkomma en kreditåtstramning och därigenom bryta en inhemska högkonjunktur kan detta syfte motverkas av en likviditetsökande kapitalimport, orsakad av att den inhemska räntenivån avlägsnats från en »normal» internationell nivå.

Det bör å andra sidan observeras, att om högkonjunkturen beror av ett internt efterfrågeöverskott sammanfaller den antagligen med en försämring av bytesbalansen och valutaavtappning. I sådana lägen kan valutatillskott via kapitalrörelserna vara önskvärda som en förstärkning av den externa likviditeten. Är det fråga om en av exportutvecklingen betingad överkonjunktur med överskott i bytesbalansen, kan inflödet av kapital vara av mindre värde. Ett analogt resonemang kan föras beträffande räntepolitiken i en lågkonjunktur.

En indexlåneemarknad och en konsekvent bedriven realräntepolitik har i princip samma effekter som de ovan berörda. Vid ökade inflationsförväntningar har man dessutom att räkna med en ytterligare valutapåspädning, såvida inte utlandet reagerar med en snabb ränteanpassning.

Indexlåneemarknaden kan dock i ett läge med en intern efterfrågeexpansion och samtidig försvagning av valutaläget utnyttjas för kapitalimport utan påspädning av den interna likviditeten. Dess uppkomst kan innebära, att kapitalrörelserna i större utsträckning erhåller långfristig karaktär och därmed riktas mot obligationsmarknaden. Genom försäljning av realobligationer till utlandet kan centralbanken öka sin valutareserv utan påspädning av bankernas likviditet.

13.5 En begränsad indexlåneemarknad

I det föregående har i olika sammanhang tanken på en begränsad statlig aktion i indexlånefrågan framförts. Emissioner av icke överlåtbara indexlån, avsedda för hushållen och för vissa kapitalmarknadsinstitut, kan ses som en genväg att nå en snabb spridning av indexlåneformen till de grupper, vars behov av värdesäkra placeringar bedömes vara störst. I och med att någon hänsyn ej behöver tas till marknadsprisbildningen skulle räntan på indexlån kunna sättas högre än om behovet av indexlån från de mest inflationsmedvetna placerarna först måste tillgodoses samt — framför allt — trögheten i låntagarnas anpassning övervinnas.

I en reglerad kreditmarknad, där avsikten är att den prioriterade kreditgivningen fortfarande skall ske på penninglåneemarknaden, ligger det vidare nära till hands att acceptera införandet av indexlån endast under sådana former, att marknadsens utbredning kan kontrolleras med andra än räntepolitiska medel.

Om läget karaktäriseras av inflationistiska tendenser, skulle specialemissioner av indexlån — med förhållandevis hög ränta — kunna användas för att reducera allmänhetens likviditet och motverka en av inflationsfarhågor eventuellt framkallad flykt till realvärden med efterfrågestegrande konsekvenser. Erfarenheterna av liknande aktioner i form av till hushållen riktade emissioner tyder dock på att resultatet främst blivit en omplacering av medel från andra former till statsobligationer.

Slutligen kan en introduktion av indexlån i denna speciella form motiveras med en allmänt avvaktande attityd till värdelånen eller också härröra ur en uttalad skepsis gentemot deras positiva egenskaper. Den avvaktande attity-

den skulle kunna tolkas som en önskan att i mindre skala pröva den nya låneformen. Det är alltså fråga om ett slags experimentell verksamhet, där man genom att begränsa indexlåneemarknaden till en liten sektor också kan begränsa dess eventuella skadliga verkningar. Experimentet skulle dessutom kunna avbrytas vid en godtycklig tidpunkt.

Den mest värdefulla information, som man därmed skulle erhålla, är en uppfattning om allmänhetens intresse för indexlån och dess prisnivåförväntningar. Ett begränsat experiment bör dock ge begränsade erfarenheter.

Det kan dessutom befaras, att introduktionen av indexlån som en särskild förmån för vissa placerargrupper ger dem prägeln av socialpolitiska förmåner i stället för en kontraktsform vid kredittransaktioner. Om dessutom indexlårens räntesatser blir så höga, att deras realräntor — avsiktligt eller oavsiktligt — visar sig överstiga penninglårens reala avkastning, kan intrycket av indexlån som en exklusiv statlig förmån befästas.

13.5.2

Avgränsningen av den begränsade indexlåneemarknaden stöter på vissa svårigheter. I förgrunden träder de i hög grad illikvida och långsiktiga sparformer, som representeras av pensions- och sparförsäkringar. Dessutom kan det hävdas att behovet av indexlån är särskilt stort i de fall, där man enligt lag eller av speciella riskhänsyn är förhindrad att placera medel i annan form än fordringar med låg kreditrisk. Aktuella blir då exempelvis förvaltare av förmyndarmedel, stiftelser, vissa offentliga fonder och andra juridiska personer av icke-kommersiell karaktär.

Men hushållen torde ha behov av värdesäkra placeringar också i andra

former. I det här skisserade experimentet bör indexlån således direkt ställas till deras förfogande i form av indexreglerade sparobligationer, eventuellt också indirekt via bankerna.

Tillgängliga kriterier på »behovet» av indexlån ger dock ingen upplysning om hur högt ambitionsgraden skall sättas, eller med andra ord vilken omfattning marknaden skall ges genom de avkastningsvillkor, som erbjuds indexlåneinnehavarna. Utanför gruppen fysiska personer måste urvalet av de subjekt, som skall tillåtas köpa de statliga indexobligationerna, ske enligt en särskild beslutsprocess, vars innehåll blir beroende av hur behovet av indexlån definieras.

Några tekniska svårigheter att konstruera indexreglerade sparobligationer — fränsett de ovan berörda principiella problemen i samband med framför allt räntesättningen — torde ej finnas. Emissionerna av dylika lån kan anknytas till redan existerande förebilder med den skillnaden att de förses med indexklausul. Ett särskilt avgörande måste dock träffas i frågan, huruvida de skall ransoneras eller ej. En ransonering skulle kunna motiveras med att behovet av värdesäkra placeringar är störst bland innehavare av mindre förmögenheter. Härvid bör dock erinras om att antalet stora förmögenheter med fordringsöverskott är betydande, enligt tidigare redovisade undersökningar. Skulle de indexreglerade sparobligationerna förses med särskilda skatteförmåner i form av skattebefrielse för indextilläggen torde kravet på ransonering förstärkas.

13.5.4

Den andra diskuterade formen för uppbyggnaden av en begränsad indexlåneemarknad är försäljning av indexregle-

rade statsobligationer till försäkringsbolagen. Dessa kan förbindas med villkoret att försäkringsavtal med reala åtaganden införes. Försäkringsbolagens behov av indexlån beror då i princip av omfattningen av deras realförsäkringsrörelse. Därmed får även statens insatser ett direkt samband med hushållen-försäkringstagarnas behov av värdesäkra placeringar.

Staten måste i detta fall garantera ett utbud av indexobligationer, som är tillräckligt stort och har sådana avkastningsvillkor, att försäkringsbolagen kan infria sina reala utfästelser. För försäkringar med under lång tid inflytande premier måste således ett indexlåneutbud på längre sikt säkerställas.

Förutsättningen för att staten skall ställa garantier för ett fortlöpande obligationsutbud torde vara, att den i försäkringsavtalen ingående reala kalkylräntesatsen sättes på en sådan nivå, att den kan accepteras av statsmakterna. Ur de synpunkter, som tidigare hävdats i detta betänkande, synes det ofrånkomligt, att den garanterade avkastningen på realförsäkringar sättes lägre

än på motsvarande nominala försäkringsavtal. Även om man bortser från förekomsten av inflationsförväntningar, bör förmånen av skydd mot penningvärderisken åsättas ett pris i form av en lägre förväntad avkastning.

Det är också tänkbart att projektet förenas med speciella åtgärder i syfte att för vissa grupper av försäkringstagare medge värdesäkring av redan löpande avtal. Om urvalsprincipen därvid är att aktionen främst skall omfatta grupper, vars möjligheter är små att genom omdispositioner av sina försäkrings- och sparandeplaner undgå osäkerhet om förmånernas framtida realvärde, borde innehavarna av s.k. fribrev inom pensionsförsäkringen träda i förgrunden. Dessa försäkringar kan inte återköpas och innehavarna är för eventuella värdetillskott helt oberoende av tillgängliga överskott i försäkringsrörelsen. Frågan om deras premiereserver kan separeras ur försäkringsfonderna på ett sådant sätt, att en övergång till statliga reallån skulle kunna genomföras, måste i så fall bli föremål för vidare undersökningar.

Kommitténs rekommendationer och förslag

Principuttalande

I de av värdesäkringskommitténs sekreterare och experter utförda undersökningarna, redovisade i kap. 1—13 med bilagor, har en rad ekonomiska och juridiska problem behandlats, som sammanhänger med införandet av indexreglerade lån. Kommittén kan inte i detalj ta ställning till alla i kapiteltexten förda resonemang rörande indexlåns egenskaper. De är i stor utsträckning hypotetiska och baserade på ekonomiskt-teoretiska överväganden, där teoriernas grad av realism ofta är svår att utröna.

Kommitténs allmänna intryck är dock att argumenten mot indexlån ej sällan varit mindre väl underbyggda. Det gäller framför allt deras förmodade farlighet för samhällsekonomin funktionssätt och stabilitet. Argumenten för indexlån är å andra sidan av det slaget att de i en rad fall inte kan kontrolleras annat än i samband med faktiska erfarenheter av indexlåns sätt att fungera i praktiken. Andra åter, t. ex. indexlåns effekt på sparande och investeringsvilja, torde inte ens i efterhand kunna med säkerhet fastställas.

Till de ostridiga slutsatserna hör att behov synes föreligga av nya värdesäkra placeringsformer, varigenom spararna beredes ökade möjligheter att värdesäkra sitt långsiktiga sparande. Indexlån kan därvid bli ett alternativ eller ett komplement till direkta eller indirekta placeringar i realkapital via köp av fast egendom och aktier. Kommittén

har vidare under sitt arbete granskat s. k. vinstandelslån eller participating debentures, vilka ävenledes kan vara ägnade att öka värdesäkringsgraden i allmänhetens placeringar.

Indexlåns mest värdefulla egenskap är att de reducerar eller eliminerar det risktagande med avseende på det reala utfallet, som härrör ur osäkerheten om det framtida penningvärdet och som i annat fall torde vara ofrånkomligt vid långsiktiga finansiella placeringar. I förhållande till innehav av aktier och realkapital ger indexlån detta riskskydd utan krav på direkt delaktighet i företagarrisken. Detta förhållande torde å andra sidan komma att avspeglas i nivåskillnader mellan de olika placeringarnas avkastning.

Behovet av värdesäkring bland hushållen synes väl dokumenterat genom olika opinionsyttringar och genom hushållens faktiska dispositioner, framför allt den på senare tid allt starkare strävan att söka placeringar i realvärden, t. ex. fast egendom och aktier. Utrymmet för placeringar från hushåll i allmänhet på dessa marknader synes dock begränsat, även om möjligheter torde finnas att genom olika åtgärder bredda dessa marknader. I varje fall finns det en stor marknad för långsiktiga kredittransaktioner, för vilka värdesäkringsaspekten är väsentlig.

De enskilda låntagarnas — och då framför allt företagens — benägenhet att uppta lån mot indexklausul kan

inte bli föremål för säkra omdömen. Det finns å ena sidan skäl som talar för att dylika lån skulle te sig mindre lockande. Det kan å andra sidan knappast göras gällande, att indexlån, konstruerade på ett lämpligt sätt, skulle medföra så avsevärda risker eller faror för näringslivet, att de på den grunden bör avvisas. Osäkerhet i detta stycke gör dock att det synes vara ett väsentligt villkor att uppkomsten och utbredningen av indexlån som låneform bland de enskilda företagen får ske efter ett fritt val och i konkurrens med andra låneformer.

Sektorer som kan bli av särskilt intresse vid en eventuell uppkomst av indexlån är kommuners och bostadsfastigheters lånefinansiering. Kommunernas upplåning torde utan lagändringar eller andra särskilda åtgärder kunna ske i indexreglerad form. När det gäller bostadsfinansieringen har kommittén låtit utföra omfattande utredningar. Deras resultat är sådana, att ett ställningstagande till indexlån som finansieringsform inte kan göras utan att hela frågan insättes i ett större bostadspolitiskt sammanhang. Detta gäller i första hand indexlån som finansieringsform vid hyressättning enligt en självkostnadsprincip. Vid en marknadsmässig hyressättning torde de allmänna omdömen om indexlåns egenskaper ur låntagarsynpunkt, som återgivits ovan, vara tillämpliga.

Med en annan utformning av hyreskontrollen, kapitalkostnadssubventioneringen och vissa andra bostadspolitiska medel, varigenom systemet bättre anpassas till en värld med föränderligt penningvärde, skulle indexlån kunna förbättra funktionssättet hos en bostadsmarknad, vars hyressättning baseras på självkostnadsprincipen, och därigenom även underlätta en övergång till mera marknadsmässig prisbildning.

Enligt kommitténs mening bör därför bostadspolitiken i de avseenden, som närmare utredes i kap. 5, bli föremål för omprövning med särskild inriktning på möjligheterna att utnyttja indexlån som finansieringsmetod.

Utredningarnas resultat rörande indexlåns verkningar på sparande och investeringsvilja är som sagt osäkra. Det synes dock kommittén sannolikt att positiva effekter på sparandet är möjliga att uppnå, ehuru deras omfattning inte kan avgöras. Storleken av sparandeeffekten är dessutom antagligen avhängig av att marknaden når en viss utbredning.

När det gäller indexlånetankens praktiska realiserande har utredningarna visat att betydande problem kan uppstå. I första hand gäller detta de rent tekniskt-legala förutsättningarna för indexlån. Någon för värdesäkringssyftet ideal lösning av skattefrågan har sålunda inte kunnat åstadkommas. Någon annan lösning synes inte kunna rekommenderas än att indexlån beskattas enligt den nominalistiska princip, på vilken det nuvarande skattesystemet är uppbyggt.

Penningpolitiken ställs inför nya problem, om indexlån på enskilt eller statligt initiativ uppkommer i sådan form och i sådan utsträckning, att en reguljär marknad för indexlån uppstår, som får samhällsekonomisk och kreditpolitisk betydelse. Tre punkter är särskilt värda beaktande:

1) Indexlånets framväxt får inte påtvingas marknaden genom penningpolitiska ingripanden.

2) Detta utesluter inte att staten aktivt engagerar sig på indexlåne marknaden. Det bör ske i sådan form, att valfriheten mellan låneformerna bevaras.

3) Utformningen av statens politik på indexlåne marknaden kan inte i för-

väg bindas till stela riktlinjer utan måste anpassas till den i varje läge råddande kreditpolitiska och samhällsekonomiska situationen.

Framhållas bör även de komplikationer, som kan uppstå om de internationella kapitalrörelserna i större utsträckning frigöres. Under vissa, i kap. 13.5 redovisade förutsättningar kan därvid stabiliteten hos en svensk indexlånemarknad utan utländsk motsvarighet äventyras. Omfattningen och betydelsen av den påverkan, som här rör ur internationella kapitalrörelser, är dock svår att förutsäga.

Kommittén vill vidare klargöra, att den för sin del inte betraktar värdesäkringsfrågans lösning såsom beroende av att införandet av värdesäkra lån också leder till att sparandet beredes en högre avkastning. Realräntenivåns höjd måste anpassas till det samhälls-ekonomiska läget. Den eftersträvide lösningen av värdesäkringsfrågan måste således anses vara uppnådd i och med att osäkerheten rörande sparandets framtida realvärde i möjligaste mån avlägsnats. Det förefaller å andra sidan realistiskt att tro, att mycket låga och framför allt negativa realräntor inte kan upprätthållas i en reallånemarknad. Det är därför tänkbart, att uppkomsten av indexlån i vissa lägen innebär att den allmänna räntenivån stiger.

Mot den ovan skisserade bakgrunden

vill kommittén anföra, att enligt dess mening någon anledning inte föreligger för statsmakterna att söka förhindra uppkomsten av indexlån. Tvärtom bör statsmakterna genom olika lagstiftningsåtgärder söka göra det möjligt för enskilda subjekt att, om de så önskar, sluta låneavtal med indexklausul.

Dessutom anser kommittén, att statsmakterna bör överväga hur staten som låntagare skall bereda sina långivare viss värdesäkring. I det senare hänseendet inskränker sig kommittén till att anvisa vissa riktlinjer för konstruktionen och uppläggningsen av indexlåneemissioner i särskilt angivna syften. Ett av dessa syften bör vara att — i avvaktan på vissa specialutredningar och praktiska erfarenheter — genom begränsade aktioner söka lösningar av värdesäkringsfrågan på de områden, där behovet av värdesäkring och möjligheterna att nå en positiv lösning synes vara störst. Ställningstagandet till den närmare utformningen av indexlån, deras omfattning och räntevillkor samt valet av tidpunkt måste, enligt vad tidigare sagts, ankomma på vederbörande myndigheter. Av vikt är därvid att indexlån vid rådande bostadspolitiska förutsättningar endast kan tänkas få ett högst begränsat utrymme inom den både för kreditmarknaden i allmänhet och statens upplåning betydelsefulla bostadskreditgivning.

Åtgärder för att möjliggöra indexlån

1. Skattefrågans lösning

De i avdelning II redovisade utredningarna har enligt kommitténs mening på ett övertygande sätt visat, att endast en nominalistisk beskattning av indexlån för närvarande kan ifrågakomma såsom generell lösning, om man vill undgå skattetekniska komplikatio-

ner. Denna utformning av beskattningen, som står i viss motsättning till själva värdesäkringstanken, har inte eftersträvats av kommittén utan nödvändiggöres av att nominalistisk beskattning är den i vårt skattesystem allena-rådande principen. Kommittén vill dock i detta sammanhang hänvisa till

möjligheten att övergå till en beskattning enligt reala principer av samtliga kapitalinkomster och kapitalvinster. Utredningarna i denna fråga, som redovisas i bilaga 1, visar dock att betydande praktiska svårigheter är förenade med en allmän real beskattning på dessa områden.

Den rekommenderade lösningen av indexlånens skattefråga innebär, att indextillägg är skattepliktig inkomst hos långgivare resp. avdragsgill kostnad för låntagare. Indexlån får därmed sin största betydelse ur värdesäkringssynpunkt för skattefria eller lågt beskattade subjekt: i första hand skattefria stiftelser — med pensionsförsäkringsfonderna som ett väsentligt inslag — livförsäkringsbolagen i allmänhet och i viss utsträckning även hushåll. I det sistnämnda fallet avses personer, som antingen har små kapitalinkomster, varvid schablonavdraget kan ge hel skattebefrielse, eller vars kapitalinkomster beskattas enligt förhållandevis låga skattesatser. Den skatterättsliga förändring som krävs avser i första hand beskattningsförfarandet vid icke yrkesmässig avyttring eller annan icke yrkesmässig överlåtelse av indexlån vare sig förutsättningar för realisationsvinstbeskattning föreligger eller inte. I samtliga dessa fall måste indextillägg beskattas som inkomst av kapital.

Kommittén har även övervägt huruvida särskilda värdesäkringsavdrag, ägnade att befria indextillägg från beskattning, bör införas. Därvid har kommittén funnit att denna tanke visserligen är principiellt tilltalande men praktiskt sett alltför ohanterlig i förhållande till de resultat som uppnås. Däremot torde inga tekniska eller principiella hinder föreligga för att skattefrihet medges för indextillägg, som upp bärs av innehavare av vissa, särskilt angivna statliga indexlån. (Se nedan

under rubriken Statliga indexlåneemissioner.)

2. Indexreglerade inteckningar

Frågan om hur fast egendom skall pantförskrivas som säkerhet för indexlån bör detaljutredas enligt de i kap. 6 angivna riktlinjerna i syfte att möjliggöra indexreglerade inteckningar.

3. Valet av index

Det bör få ankomma på marknadsparterna att själva välja indextyp och även de olika begränsningar av indexklausulen som anvisas i kap. 3. Huvudproblemet synes vara hur indexklausulen skall utformas vid knapphetsprisstegringar i samband med en allmän produktivitetsnedgång, ehuru denna typ av prisstegring i och för sig inte uppträder särskilt ofta. Även ur allmänna synpunkter synes det önskvärt, att låntagarna inte belastas med att utge kompensation för dylika prisstegringar.

Av de olika metoder för att i detta syfte begränsa indexklausulens giltighet, som diskuteras i kap. 3.4.3, torde den teoretiskt sett lämpligaste vara att lånens värde regleras medelst en allmän löneindex i lägen, när denna stigit *mindre* än konsumentprisindex. Huruvida denna tanke kan realiseras beror i första hand av möjligheterna att med tillräcklig snabbhet producera en tillförlitlig löneindex. En annan inskränkning av indexklausulen, som skulle kunna tjäna samma syfte, är en direkt begränsning av låntagarens återbetalningsskyldighet genom att maximera lånens inlösningsbelopp i kronor. Man kan också använda sig av en klausul enligt vilken låntagaren har rätt att förhandsinlösa lånen i de här avsedda situationerna. Dylika begränsningar kan dock knappast undgå att försämra indexlånens egenskaper ur värdesäkringssynpunkt.

4. Rensning av konsumentprisindex för indirekta skatter och subventioner

Möjligheterna att framställa en rensad konsumentprisindex har tidigare utretts utan att leda fram till något praktiskt resultat. (Nettoprisindex, SOU 1958:36.) Kommittén vill för sin del anföra, att det för uppkomsten av indexlån synes vara ett väsentligt önskemål att en lämplig index kan tillhandahållas, som inte registrerar förändringar av indirekta skatter och subventioner. Det bör dock uppmärksammas att kraven på rensningsförfarandets teoretiska riktighet kan ställas lägre i detta fall, när det gäller att nå en för två

parter acceptabel utformning av lånevillkor. I avvaktan på att en officiell prisindex, rensad från indirekta skatter och subventioner, kan uppgöras, skulle problemet såvitt avser indexlån kunna lösas på följande sätt. Avtalet förses med en bestämmelse om att förändringar av vissa särskilt definierade skatter, främst den allmänna varuskatten, inte skall påverka lånets indexreglering. För detta slags rensning torde särskilda skiljenämnder böra inrättas, eventuellt i form av en till statistiska centralbyrån knuten nämnd med uppgift att regelbundet fastställa ett för indexlån avsett (netto-)indextal.

Redovisningsregler i försäkringsbolag och banker

Följderna av ett fallande penningvärde är speciellt besvärande för livförsäkringssparandet, emedan detta i högre grad än annat institutionellt sparande är långsiktigt och bundet. Den bristande anpassningen till en stigande prisnivå försvårar också uppgiften för livförsäkringarna och särskilt för pensionsförsäkringarna att utgöra ett naturligt komplement till grundskyddet inom socialförsäkringsområdet. Härvid avses det förhållandet att förmånerna exempelvis från den allmänna tilläggs-pensioneringen och folkpensioneringen är helt anpassade till prisförändringarna.

De syften, som ligger bakom livförsäkringsbolagens framställningar om friare placeringsregler (redovisade i bl. a. kap. 1 och 11), får förutsättas i viss utsträckning bli tillgodosedda genom uppkomsten av en indexlåne-marknad. Dessutom kan emellertid behov föreligga av ändringar av placeringsföreskrifterna i lagen om försäkringsrörelse, som underlättar ett vidmakthållande av försäkringsparandets realvärde vid

stigande prisnivå. Närmast torde här ifrågakomma ändring av bestämmelserna rörande de värdehandlingar i vilka försäkringsfond skall redovisas. I detta sammanhang aktualiseras också det förslag till aktielivförsäkring, som framlagts av Livförsäkringsbolaget Thule. Detta förslag har behandlats i kap. 11. Kommittén har dock inte haft möjlighet att företa de utredningar, som är nödvändiga för ett ställningstagande till utformningen av försäkringsbolagens placeringsregler.

I övrigt torde vad beträffar försäkringsbolagen vissa överväganden erfordras angående den utsträckning i vilken försäkringsfonder för nominalförsäkringar får placeras i indexlån och vice versa. Enligt kommitténs mening bör dessa överväganden i största möjliga mån göras av försäkringsbolagen i samråd med försäkringsinspektionen.

I fråga om bankerna har kommitténs experter funnit att nu gällande lagstiftning för affärsbanker, sparbanker och jordbrukskassor inte synes innebära några hinder för bankerna att introdu-

cera indexreglerade kontrakt. För sparbankernas vidkommande är det angeläget att inlåningen betraktas som inlåning på sparbanksräkning enligt bestämmelserna i 22 § sparbankslagen. Detta innebär att denna paragraf måste ändras så att tillgodohavande kan öka inte endast med upplupen ränta utan även med förfallna indextillägg. I den mån andra kreditinstitut vill använda indexreglering för sina sparkasseräkningar kräves motsvarande ändringar

i den för dessa institut gällande lagstiftningen. Det är också angeläget att den indexreglerade utlåningen är att anse som täckningsfri placering enligt samma grunder som gäller för övrig utlåning i 27 § sparbankslagen och 34 § jordbrukskasselagen. Dessutom får inga hinder föreligga för en kontinuerlig kapitalisering av indextilläggen även på utlåningssidan och en uppskrivning av indexreglerade fordringar.

Vinstandelslån (participating debentures)

Vinstandelslån skulle vid sidan av indexlån och aktier kunna utgöra ytterligare ett alternativ för allmänheten att uppnå en högre grad av värdesäkring vid finansiella placeringar. De synes också vara ägnade att förbättra företagets kapitalförsörjning. (Vinstandelslånen diskuteras i kap. 3 och 8.)

Införandet av vinstandelslån torde dock vara förenat med vissa problem. För det första förefaller det som om denna låneform knappast torde komma till användning, såvida den inte skattevässigt behandlas på samma sätt som vanliga lån och sålunda räntan i dess helhet blir avdragsgill kostnad. De möjligheter, som därvid uppstår att kringgå gällande beskattningsregler för ak-

tietdelningar, synes vara så påtagliga att beskattningsfrågan måste bli föremål för ingående överväganden. För det andra uppstår frågan, huruvida vinstandelslån fritt kan emitteras oberoende av bestämmelserna i lagen om aktiebolag rörande aktieägares förköpsrätt vid nyemission. Med hänsyn till önskemålet att nå så stora placerargrupper som möjligt, måste det närmare utredas hur detta skall kunna ske utan att aktieägarnas rättigheter åsidosättes. Undersökningen av dessa båda frågor, vars lösning måste betraktas som en förutsättning för introduktionen av vinstandelslån har dock icke av värdesäkringskommittén kunnat föras så långt, att någon definitiv lösning kan anvisas.

Statliga indexlåneemissioner

Sparobligationer med indexklausul

De indexreglerade sparobligationerna bör vara försedda med en obegränsad indexklausul, baserad på konsumentprisindex. Denna index bör tills vidare kunna användas utan rensning för indirekta skatter och subventioner, i avvaktan på att någon form av rensad index kan skapas. Obligationerna kan i övrigt konstrueras enligt likartade principer som tidigare emitterade sparob-

ligationer: högst begränsad överlåtbarhet men obegränsad inlösningsrätt för att ge dem en hög likviditet. Indextilläggen — eventuellt också räntan — bör kapitaliseras för att nå syftet med kapitalets värdesäkring.

När det gäller beskattningen av dylika lån är en speciallagstiftning enligt vad ovan sagts tänkbar, där indextilläggen befrias från inkomstbeskattning. Analysen av de räntepolitiska problem, som

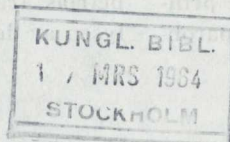
skulle uppstå i en kreditmarknad där indexlån blir föremål för en särbehandling i skattehänseende, visar att dessa blir synnerligen svårbehandlade särskilt i det fall, att de realt beskattade indexlånen kan fritt överlåtas. Det sammanhänger med att valet mellan penninglån och realt beskattade indexlån bestäms inte bara av subjektens prisnivåförväntningar utan också av storleken av de skattesatser, varmed kapitalinkomsterna beskattas. Prisbildningen erhåller därmed vissa irrationella inslag, för vilka närmare redogjorts i kap. 7.

Även i det fall att indexobligationerna givits en begränsad överlåtbarhet ställs de kreditpolitiska myndigheterna inför liknande problem. Valet av räntevillkor för de realt beskattade indexlånen kommer att avgöra vilka slag av skattesubjekt, som blir benägna att placera i denna låneform. Ett visst godtycke torde därvid knappast kunna undvikas. En begränsning av inköpsrätten skulle göra det möjligt för hushållen att åtminstone i viss utsträckning placera i realt beskattade indexlån oberoende av

det enskilda hushållets skatteförhållanden. Med hänsyn till de värdesäkra lånens syfte anser kommittén det vara önskvärt, att tanken på en real beskattning av indexlån, begränsade på detta sätt, närmare prövas.

Obligationslån (ev. också försäljning av statsskuldssförbindelser) med indexklausul, i första hand avsedda för kapitalmarknadens institut

Dessa lån bör inte förses med särskilda skatteförmåner med avseende på indextilläggs beskattning. För livförsäkringsbolag och andra fonder, som uppsamlar det långsiktiga sparandet och vars behov av värdesäkring torde vara störst, bör även nominalt beskattade indexlån ge en tillfredsställande grad av värdesäkring. Utformningen av dylika lån samt tidpunkten och sättet för deras marknadsföring ankommer på de kreditpolitiska myndigheterna. Önskvärt vore dock att de utformades på ett sådant sätt att de möjliggör och stimulerar till reala åtaganden i de berörda institutens inlåning från spararna.





STATENS
OFFENTLIGA UTREDNINGAR 1964

Systematisk förteckning

(Siffrorna inom klammer beteckna utredningarnas nummer i den kronologiska förteckningen)

Finansdepartementet
Värdesäkringskommittén 1. Indexlån. Del I. [1]

EMIL KIHLSSTRÖMS TRYCKERI AB, STOCKHOLM 1964

KUNGL. BIBL.
1 . MRS 1964