

National Library
of Sweden

Denna bok digitaliserades på Kungl. biblioteket år 2012

SOU
1964:2 A

STATENS OFFENTLIGA UTREDNINGAR 1964: 2

Finansdepartementet

INDEXLÅN

BETÄNKANDE

AVGIVET AV VÄRDESÄKRINGSKOMMITTÉN

DEL II

Stockholm 1964

STATENS

OFFENTLIGA UTREDNINGAR 1964

Kronologisk förteckning

1. Indexlån. Del I. Kihlström. 96 s. Fi.
2. Indexlån. Del II. Kihlström. 526 s. Fi.

Anm. Om särskild tryckort ej angives, är tryckorten Stockholm.

STATENS OFFENTLIGA UTREDNINGAR 1964: 2

Finansdepartementet



INDEXLÅN

BETÄNKANDE

AVGIVET AV VÄRDESÄKRINGSKOMMITTÉN

DEL II

EMIL KIHLSTRÖMS TRYCKERI AKTIEBOLAG
STOCKHOLM 1964

Innehåll

AVDELNING I

Kapitel 1 Indexlånefrågans bakgrund 13
Inledning 13
1. Indexlån i den ekonomiska litteraturen 14
1.1 Marshall — Keynes — Lindahl 14
1.2 Amerikansk diskussion åren 1950—1952 18
1.3 Palanders studium av indexlån 20
1.4 Radcliffe-rapporten 21
2. Offentliga utredningar i de nordiska länderna 22
2.1 Finland 22
2.2 Danmark 27
2.3 Norge 29
3. Värdesäkringsfrågans behandling i Sverige 31
3.1 Riksdagsmotioner år 1952 31
3.2 Riksdagsmotioner år 1957 33
3.3 Pensionsdebatten 34
3.4 Framställning från livförsäkringsbolagen 36
3.5 Riksdagsmotioner åren 1960—1961 38

Kapitel 2 Penningvärderisker vid låneavtal 39
1. Riskteoretiska problem 39
1.1 Penninglån ur värdesäkringssynpunkt 39
1.2 Begreppet risk 41
2. Hushållens behov av värdesäkring 43
2.1 Hushållens långsiktiga sparande 44
2.2 Allmänna tjänstepensionen och hushållens realtillgångar 46
2.3 En studie av realränteutvecklingen 1931—1962 46
2.4 Räntepolitiken och realräntans utveckling 50
3. Företagens risksituation 52
3.1 Företagsplan och förväntningar 53
3.2 Penningvärde och vinstutveckling 57
3.3 Företagen som långivare 59
4. Penning- och indexlåns riskegenskaper, sammanfattning . . . 60
4.1 Riskvärderingen 60
4.2 Intressekonflikter 62
5. Övriga låntagare 63

Kapitel 3 Värdelåns konstruktion 64
1. Olika slag av värdelån 64
2. Indexlånens konstruktion 65
2.1 Obegränsade reallån 65

2.2 Indexlån med nominalt beräknad ränta 65
2.3 Toleransintervall vid indexklausulens tillämpning . . . 67
2.4 Partiella lån 68
2.5 Lån med minimerat eller maximerat inlösningsbelopp . . 69
2.6 Förhandsinlösen 70
2.7 Lån med nominalt fixerat kapitalbelopp och årlig utbetalning av indextillägget 71
2.8 Kursrisker vid begränsade reallån 74
2.9 Sammanfattning 75
3. Lån med specialindex 75
3.1 Partiprisindex 75
3.2 Delindex ur partipris- och konsumentprisindex 79
3.3 Produktpriser 80
3.4 Fastighetsvärden 81
3.5 Vinstandelslån 82
3.6 Sammanfattning 86
4. Regleringsindex vid reallån 88
4.1 Konsumentprisindex som värdemätare 88
4.2 Indirekta skatter och subventioner 90
4.3 Inflation och sjunkande produktivitet 94
5. Aktien som värdesäkert placeringsobjekt 95
5.1 Hushållens innehav av aktier 96
5.2 Aktievärdena och inflationen 96
5.3 Aktieavkastningar åren 1951—1960 98
5.4 Slutsatser 105
Appendix 107
Kursbildningen på realobligationer 107
Partiella indexlån 108
Lån med nominalt »tak» 109

Kapitel 4 Indexlån och den ekonomiska politikens mål 112
Inledning 112
1. Penningvärdets stabilitet 113
1.1 Indexlån och statens vilja att bevara penningvärdet . . . 114
1.2 Allmänhetens intresse för penningvärdets stabilitet . . . 117
1.3 Spridning av indexklausuler till andra områden 118
2. Förmögenhetsfördelningen 119
2.1 En »rättvis» förmögenhetsfördelning 119
2.2 Hushållens förmögenhetsstruktur 121
2.3 Hushåll med nominalt fixerade inkomster 126
3. Samhällsekonomisk balans och ekonomisk tillväxt 129
3.1 Sparandet 130
3.2 Investeringarna 135
3.3 Sammanfattning 137

Kapitel 5 Bostadsmarknad och indexlån 138
Inledning 138
1. Den aktuella bostadspolitiska situationen 139
1.1 Bostadspolitikens mål 139
1.2 Bostadspolitikens medel 141
1.3 Den aktuella marknadssituationen 145

2. Två bostadsmarknadsmodeller 152
2.1 Indexlån i en bostadsmarknad med jämviktsprisbildning 152
2.2 Indexlån i en bostadsmarknad med självkostnadshyror . . 163
3. Indexlån och den statliga bostadspolitiken 172
3.1 De hyrespolitiska målen och realräntenivåns höjd . . . 173
3.2 Motiv för en statlig räntesubventionering 175
3.3 Den statliga räntesubventioneringens utformning . . . 176
3.4 Övergångsproblem 177
3.5 Bostadspolitikens utformning för tre olika fall 180

Kapitel 6 Inteckningsväsendet vid indexlån 186
Inledning 186
1. Inteckningsväsendets nuvarande uppbyggnad 187
1.1 Förmånsrättsordningen 187
1.2 Ägarhypotek 188
1.3 Inteckningar med föränderligt nominellt värde 189
2. Nominalinteckningar vid indexlån 189
3. Indexreglerade inteckningar 191
3.1 Överhypotek vid amortering av indexlån 191
3.2 Amorteringstakten vid indexlån 193
4. Kvotdelsinteckningar 196
5. Sammanfattning 197

AVDELNING II

Kapitel 7 Skatter och värdesäkring 201
Inledning 201
Värdesäkerhet som politiskt mål 201
Problemställningar 202
1. Nominalistisk beskattning och värdesäkring 202
1.1 Det aktuella rättsläget 202
1.2 Nominalistisk beskattning 203
1.3 Avskrivning på anskaffningskostnad och låntagarrisker . . 204
1.4 Prisbildningen 206
1.5 Beskattningens periodisering 207
1.6 Beskattning av vinstandelslån 208
1.7 Värdesäkringsavdrag 208
2. Real beskattning 209
2.1 Den reala principen 209
2.2 Beskattning av reallån 210
2.3 Prisbildningen 211
2.4 Kreditinstitutens beskattning 212
2.5 Avskrivningsprinciper och real beskattning av indexlån 214
3. Real beskattning av samtliga låneformer 216
3.1 Inledning 216
3.2 Real beskattning av kapitalinkomster 218
3.3 Real beskattning av kapitalvinster 219
Appendix
Beskattningens betydelse för index- och penninglåns avkastning och riskegenskaper 219

Kapitel 8 Nominalistisk beskattning av indexlån 225
Inledning 225
1. Rättsfall rörande beskattning av indexlån och innebörden härav 226
2. Beskattningsfrågor vid överlåtelse av indexlån 227
2.1 Beskattning av kapitalvinst enligt gällande rätt 227
2.2 Avyttring av indexlån 228
2.3 Benefik överlåtelse av indexlån 234
2.4 Överlåtelse av indexlån med årlig utbetalning av indextillägget 236
3. Tidpunkt för den skattemässiga redovisningen av indextillägg och indexavdrag 236
3.1 Kontantmässig och bokföringsmässig redovisning . . . 236
3.2 Tillämpning av gällande redovisningsmetoder på indexlån 237
3.3 Allmänna bokföringsgrunder och deras tillämpning på indexlån 238
3.4 Fördelar och nackdelar av en enhetlig redovisningsmetod för samtliga förvärvskällor 242
3.5 Kontantmetoden och företagens avdragsrätt 245
3.6 Banker och försäkringsföretag 249
4. Reciprocitetsprincipen och frågan om dess upprätthållande vid beskattning av indexlån 249
4.1 Reciprocitetsprincipens innebörd 249
4.2 Tidigare förslag angående den skattemässiga behandlingen av participating debentures 250
4.3 Vinstandelslån 251
4.4 Övriga typer av indexlån 252
5. Värdesäkringsavdrag 252
5.1 Motiv för införandet av värdesäkringsavdrag 252
5.2 Gällande bestämmelser om extra avdrag från inkomst av kapital 253
5.3 Värdesäkringsavdragets konstruktion samt villkoren för dess åtnjutande 253
5.4 Praktiska svårigheter och konsekvenser 257
5.5 Schablonmässigt värdesäkringsavdrag 258

Kapitel 9 Real beskattning av reallån; nominalistisk beskattning av övriga indexlån 259
Inledning 259
1. Registrering av B-lån 261
2. Samtidig förekomst av A-lån och B-lån eller av penninglån och B-lån 262
2.1 Möjligheter till skattefria vinster 262
2.2 Kombinationen A-lån/B-lån 264
2.3 Kombinationen penninglån/B-lån 266
3. Bank- och annan penningrörelse samt försäkringsrörelse . . 267
4. B-lån och realisationsvinstbeskattning 269
5. Låntagare och B-lån 270
6. Slutsatser 272

AVDELNING III

Kapitel 10 Staten och indexlånemarknaden 277
1. Indexlån som ekonomiskt-politiskt medel 277
2. Den institutionella miljön 277
2.1 Skattefrågans lösning 278
2.2 AP-fonden och värdesäkringsfrågan 279
2.3 Kommunernas upplåningsbehov 281
3. Behovet av värdesäkra lån 282
3.1 Marknadens anpassning till indexlån 282
3.2 Övergång till indexlån vid marknadsoperationer . . . 283
3.3 Krav på indexlånemarknadens funktionssätt 283
4. Statsfinansiella synpunkter 284
4.1 Marknadsoperationerna 285
4.2 Konsekvenser för indexlåns utveckling 285
4.3 Statens moral som låntagare 286
5. Allmänhetens inflationsförväntningar 286
5.1 Förväntningspåverkan 287
5.2 Värdet av realistiska förväntningar 288
6. Stabiliseringspolitik och ekonomisk tillväxt 289
7. Penningpolitikens alternativ 290
7.1 Penningpolitikens neutralitet 291
7.2 En passiv räntepolitik 291
7.3 En begränsad indexlånemarknad 292
8. Sammanfattning 292

Kapitel 11 Indexklausuler i bank- och försäkringsväsende 293
1. Värdesäkra försäkringsformer 293
1.1 Jämförelse mellan realförsäkring och nominalförsäkring 294
1.2 Försäkring med realgaranti 296
2. Aktielivförsäkring 297
2.1 Aktielivförsäkring i andra länder 298
2.2 Försäkringens konstruktion 299
2.3 Remissyttranden 300
2.4 Konsekvenser för aktiemarknaden 302
2.5 Aktielivförsäkring ur värdesäkringssynpunkt 303
3. Försäkringsbolagen och indexlånemarknaden 305
3.1 Balansproblemet 305
3.2 Övergångsproblem vid realförsäkring 307
3.3 Jämförande premiekalkyler för real- och nominalförsäkring 310
3.4 Skattefrågor 311
4. Indexreglerad in- och utlåning i bankerna 312
4.1 Värdesäkra sparkonton 313
4.2 Indexreglerad utlåning 315
4.3 Bankernas balansproblem 318

Kapitel 12 En privat indexlånemarknad 322
Inledning 322
1. Prisbildningsprocessen och marknadens utveckling, en teoretisk modell 324

1.1 Riskattityder och förväntningar 325
1.2 Kreditmarknadens struktur 326
1.3 Efterfråge- och utbudsfunktioner, några exempel 328
1.4 Utvecklingsprocessen 331
2. Jämviktsmarknaden 335
2.1 Indexlåns förutsättningar 335
2.2 Friktionsmoment 336
2.3 Prisbildningen och marknadens utbredning 337
2.4 Olika prognosalternativ 339
3. En reglerad kreditmarknad 340
3.1 Regleringspolitikens syften 340
3.2 Den prioriterade sektorn 341
3.3 Indexlån i den oprioriterade sektorn 343
4. Penningpolitiken och den privata indexlånemarknaden . . . 345

Kapitel 13 Penningpolitik i en dubbel kreditmarknad 347
Inledning 347
1. Jämviktsmarknaden 348
1.1 Förutsättningar 348
1.2 Marknaden för statslån 348
1.3 Marknaden för privata lån 352
1.4 Kreditmarknadsinstitutionernas roll 354
2. En reglerad marknad 359
2.1 Förutsättningar 359
2.2 Penninglånefinansiering av prioriterade krediter 359
2.3 Indexreglering av bostadskreditgivningen 361
3. Räntepolitiken på längre sikt 366
3.1 Marknadsoperationer eller diskontopolitik? 366
3.2 Räntestabiliteten i en dubbel kreditmarknad 372
3.3 Realräntans nivå 374
4. Indexlån och internationella kapitalrörelser 376
4.1 Kapitalrörelsernas karaktär 376
4.2 Räntepolitiken 377
4.3 Konjunkturpolitiska aspekter 380
Appendix till avsnitt 4 382
5. En begränsad indexlånemarknad 385
5.1 Motiv 385
5.2 Indexreglerade sparobligationer 386
5.3 Försäkringstagarnas värdesäkringsproblem 388
5.4 Realförsäkringar 389
5.5 Indexlåns vidare utveckling 390
6. Förväntningsattityder och marknadsförhållanden 391

BILAGOR

Bilaga 1 Real beskattning av kapitalinkomster och kapitalvinster samt därmed sammanhängande frågor 397
Inledning 397
1. Real metod för beräkning av kapitalintäkt och kapitalkostnad 403
2. Real metod för beräkning av kapitalvinst (realisationsvinst) och kapitalförlust (realisationsförlust) 428
3. Real beskattning av banker, livförsäkringsbolag samt allmännyttiga bostadsföretag m. fl. 442
4. Real metod för beräkning av skattemässiga avskrivningar på maskiner 448
5. Real metod för beräkning av skattemässiga avskrivningar på byggnader 467

Bilaga 2 PM angående realisationsvinstskatt vid bostadsbyte 476
1. Frågans tidigare behandling 476
2. Gällande rätt 477
3. Möjliga lösningar 478
4. Sammanfattning 488

Bilaga 3 Värdebeständigt banksparande 489
Allmänna synpunkter 489
Konstruktion av inlåningsräkning med värdebeständighetsgaranti 491
Metoder för täckning av kostnaderna för värdebeständig inlåning 493
Vissa redovisnings- och skattetekniska problem 495
Appendix 496

Bilaga 4 Indexlån i vissa länder 498
Finland 498
Danmark 506
Israel 510

AVDELNING I

KAPITEL 1

Indexlånefrågans bakgrund

Inledning

I det moderna samhället har penningen kommit att inta en dominerande ställning inte bara som betalningsmedel utan även som *kontraktsenhet* vid avtal där det är fråga om ett byte mellan nutida och framtida prestationer, dvs. låneavtal i allmänhet. Medan äldre tiders samhällen kunde uppvisa en rik flora av olika slags kontraktsenheter, varvid de framtida prestationerna ofta skulle fullgöras i form av varor eller tjänster, har övergången till penninghushållning medfört en betydande standardisering i detta avseende.

Ingen torde ifrågasätta penningens överlägsenhet som betalningsmedel. För alla i ekonomiska transaktioner invecklade parter måste det sålunda framstå såsom mest ändamålsenligt att det byte i tiden av prestationer, som är innebörden av ett låneavtal, sker i form av pengar. Däremot har penningens tillförlitlighet såsom *värdemätare* av vid olika tidpunkter fullgjorda prestationer ofta ifrågasatts. I och med att penningenhetens köpkraft eller realvärde förändras till följd av fluktuationer i varupriserna uppstår risk för att avtal med penningen som kontraktsenhet innebär ett byte av prestationer med olika innehåll, vilket i princip inte bör ha varit avtalsparternas mening. I lägen, när förtroendet för penningvärdets framtida stabilitet rubbats, måste slutandet av låneavtal ske under en viss osäkerhet angående den reala omfattningen av de förpliktelser, som låntagaren förbinder sig att infria.

Tanken har därför uppkommit — och vid olika tillfällen omsatts i handling — att långfristiga låneavtal bör kunna förses med en kontraktsenhet, som är en mera tillförlitlig värdemätare än penningen, medan de faktiska prestationerna fortfarande skulle fullgöras i pengar. Detta förutsätter att penningvärdets förändringar — dvs. förändringar i den allmänna varuprisnivån — kan på ett någorlunda tillfredsställande sätt beräknas och att innebörden av dessa beräkningar även accepteras av avtalsparterna. Dylika värdemätare existerar i de flesta utvecklade samhällen i form av olika slags prisnivåindex, beräknade och auktoriserade av statliga organ. Diskussionen har därför i huvudsak kommit att gälla det slag av värdelån, där kontraktsenheten är en köpkraftsenhet och låntagarens förpliktelser i förhållande till långivarens ursprungliga prestation bestäms av utvecklingen av ett visst indextal. Huvudargumentet för denna avtalskonstruktion, som i fortsättningen skall benämnas *indexlån* eller reallån, är således, att man därigenom kan uppnå en reduktion av osäkerheten rörande den realekonomiska innebörden av de framtida prestationer, som långivaren förväntar sig och låntagaren förbundit sig att tillhandahålla.

I syfte att ge en uppfattning om de tankegångar och värderingar, som bil-

dat underlag för i olika sammanhang framförda ställningstaganden till införandet av värdesäkra låneformer, skall i det följande några avsnitt av diskussionen kring indexlån i den ekonomiska litteraturen, vissa officiella utredningar och den svenska debatten i värdesäkringsfrågan återges. Ambitionen är därvid inte att presentera en fullständig historik över indexlånefrågans bakgrund sådan den avtecknas i den offentliga debatten. Det huvudsakliga intresset har i stället ägnats de inlägg, vari de grundläggande frågeställningarna väckts och de viktigaste argumenten framförts. Litteraturöversikten tjänar således i första hand syftet att upplinjera den problematik, som varit vägledande vid kommitténs utredning av indexlånens egenskaper och deras konsekvenser.

1. Indexlån i den ekonomiska litteraturen

1.1 Marshall — Keynes — Lindahl

De första förslag, som i den ekonomiska litteraturen väckts om att i låneavtal ersätta penningen med en mera värdestabil kontraktsenhet, hade undanröjandet av osäkerheten vid penninglåneavtal såsom syfte. Ekonomerna *W. Stanley Jevons* och *Alfred Marshall* framförde sålunda i slutet av 1800-talet tanken, att något slags »standard unit» som kontraktsenhet i långfristiga låneavtal bättre borde fylla det ekonomiska livets behov än den till sitt värde obeständiga penningenheten. Visserligen kännetecknades 1800-talets senare del av ett på lång sikt i det närmaste stabilt penningvärde. Under perioden förekom dock omfattande prisfluktuationer med ömsom stigande, ömsom fallande priser. Särskilt vid den tidpunkt, då Marshall upptog indexlånediskussionen med utgångspunkt från Jevons' ursprungliga förslag, rådde samhällsekonomisk instabilitet med starka depressiva tendenser. Affärslivet hade således under en längre tid arbetat under trycket av en fallande prisnivå. En annan tidsbunden omständighet, som också påverkade Marshalls behandling av problemet, var avsaknaden av tillförlitliga indextal. I första hand måste således en »standard unit» skapas genom uppkomsten av officiella indexberäkningar.

Huvudtanken i Marshalls argumentering för indexlån framgår klarast av följande citat ur en tidskriftsartikel från 1887 (»Remedies for fluctuations of prices», i The Contemporary Review):

»Penningens huvudfunktioner kan redovisas under två rubriker: penningen är för det första *bytesmedel*. Denna penningens första funktion fullgöres på ett förträffligt sätt av guld och silver samt av på dessa baserade pappersmynt.

Penningens andra funktion är den av *värdestandard*, eller *standard för tidsbetalningar*, dvs. att ange det belopp av allmän köpkraft, vars betalning är tillräcklig för att fullgöra ett kontrakt, eller en annan ekonomisk förpliktelse, som sträcker sig över en mera avsevärd tidsperiod. I detta hänseende är värdestabilitet ett villkor, som måste vara uppfyllt.

Betydelsen av att ha en god standard för tidsbetalningar är i mycket en säregenhet för vår moderna tid. Under tidigare civilisationsstadier sträcker sig affärstransaktionernas konsekvenser sällan långt fram i tiden; kontrakt som avsåg bestämda betalningar vid avlägsna tidpunkter var sällsynta och utan större betydelse. Men en stor del av vår moderna affärsverksamhet bygger på sådana avtal. I stor utsträckning kommer ett lands inkomst de slutliga inkomsttagarna till handa i form av fasta penningbetalningar för statsobligationer, för privatbolags obligationer eller för betalningar enligt långa arrende-, tomtavgifts- och hyreskontrokt. En annan stor del av inkomsterna består av tjänstemanna- och arbetslöner, för vilka varje ändring av de nominella beloppen erbjuder stora friktionsmotstånd, så att vanligen de nominella lönesatserna kvarstår oförändrade, medan reallönerna ständigt och jämt

varierar med varje ändring av pengarnas köpkraft. Slutligen medför den komplicerade naturen av modern handel och industri, att företagsledningen kommer i händerna på ett förhållandevis litet antal män med speciell skicklighet härför, och de flesta människor lånar ut större delen av sin förmögenhet till andra i stället för att använda den själva. Det är därför en stor olägenhet att närhelst en person lånar pengar för investering i sitt företag, företar han en dubbel spekulation. Först och främst löper han risken att de varor, i vilka han gör affärer, kan falla i värde i förhållande till andra varor; detta slag av risk är ofrånkomlig och den måste bäras. Men därtill kommer att han löper risken att den enhet, i vilken han har att återbetala vad han har lånat, kommer att vara en annan än den, i vilken hans lånebelopp har mätts.

Vi är på ett obestämt sätt medvetna om att ett inslag av spekulation sålunda i onödan kommer in i vår tillvaro, men det är kanske få av oss som gör sig en föreställning om hur stort det är. Vi talar ofta om att låna eller låna ut mot fullgod säkerhet, mot t. ex. 5 %. Om vi hade en verklig värdestandard skulle en sådan lånetransaktion kunna genomföras, men som förhållandena nu är skulle det vara ett konststycke, som ingen utför annat än på grund av en tillfällighet. Antag t. ex. att en person avtalar att låna 100 pund mot en återbetalningsskyldighet av 105 pund vid årets slut. Om pengarnas köpkraft under tiden har stigit med 10 % (eller, vilket är detsamma, den allmänna prisnivån har fallit i proportionen 10 till 11) kan han icke anskaffa de 105 punden, som han har att återbetala, utan att sälja 10 % mera varor än som skulle ha varit tillräckligt för ändamålet vid början av året. Om vi antar, att de varor i vilka han driver affärer icke har förändrats i värde i förhållande till varor i allmänhet, betyder detta, att han måste sälja varor som skulle ha kostat honom 115 pund 10 shilling för att med ränta betala tillbaka ett lån på 100 pund. Han är alltså i en ekonomiskt sämre situation såvida icke varorna i hans ägo stigit med 15,5 %. Medan han nominellt betalar 5 % för användningen av sina pengar, har han realt sett betalat 15,5 %.

Om å andra sidan priserna hade stigit så mycket att pengarnas köpkraft hade fallit med 10 % under året, så att han kunde få 10 pund för varor vilka kostat honom 9 pund vid årets början (dvs. 105 pund för varor som kostat honom 94 pund 10 shilling vid början av året) så skulle han, i stället för att betala 5 % för att ta handlånet, realt sett bli betald med 5 ½ % för att ta hand om pengarna.

Konsekvensen av detta slag av osäkerhet är att när priserna väntas stiga rusar folk iväg för att låna pengar och köpa varor och bidrar sålunda till att priserna stiger; affärsverksamheten sväller och den sköts ansvarslöst och slösaktigt; de som arbetar med lånat kapital betalar tillbaka mindre i realvärde än de lånat och de berikar sig själva på samhällets bekostnad.

— — —

När ett låneavtal görs upp kunde det, efter fritt val av de berörda parterna, fixeras antingen i penningenheter eller i 'units'. I det senare fallet skulle långivaren veta att han oberoende av ändringen i penningens värde vid skuldens betalning erhöll just det realvärdebelopp som han lånat ut, det vill säga motsvarande möjlighet att disponera över nödvändighetsvaror, bekvämlighet och lyxvaror. Om han slutit avtal om 5 procents ränta skulle han varje år erhålla pengar till ett värde motsvarande en tjugondedel av det belopp han utlånat; och hur än priserna förändrades, komme dessa pengar att betyda en säker och bestämd andel av hans reala utgifter. Låntagare skulle icke vid vissa tillfällen vara ivriga att sätta igång mindre välbetänkta affärer för att göra vinster på väntade allmänna prisstegringar samt vid andra tillfällen vara rädda för att låna till löpande affärsutgifter (på grund av risken att bli överraskade av ett allmänt prisfall).

Naturligtvis skulle varje verksamhet fortfarande ha sina risker, sammanhängande med för densamma speciella förhållanden; men genom användningen av 'the unit' skulle man kunna undvika de tyngande risker, som förorsakas av en stegring eller ett fall hos den allmänna prisnivån.»

Marshalls förslag kom dock inte att avsätta några spår på den amerikanska kreditmarknaden. Det dröjde också nära 30 år innan problemet om låneavtals kontraktsenhet på nytt aktualiserades i den ekonomiska litteraturen. Det skedde 1924, då två ekonomer, svensken *Erik*

Lindahl och engelsmannen *J. M. Keynes*, diskuterade införandet av indexlån, ehuru från vitt skilda utgångspunkter.

Tiden närmast efter det första världskriget präglades som bekant av en kraftig inflationistisk utveckling i de flesta industristater. I ett av de länder, som drabbades svårast, nämligen Tyskland, ledde den tidvis svindlande snabba inflationen till att kreditmarknaden mer eller mindre upphörde att fungera. I den mån långfristiga låneavtal över huvud kom till stånd, avsåg kontrakten genomgående framtida prestationer i form av främmande valutor, guld eller varor. Indexlån i den ovan beskrivna formen förekom dock inte. Det bör sålunda uppmärksammas, att den av Lindahl och Keynes förda diskussionen ägde rum i ett skede, när den relativa prisstabiliteten med kortsiktiga fluktuationer av prisnivån upphört och den alltsedan dess pågående långsiktiga penningvärdeförsämringen påbörjats. Särskilt Keynes' tankar kring indexlånen är starkt påverkade av denna omständighet.

Lindahls diskussion i *Penningpolitikens mål* (1924) av penningvärdeförändringars betydelse för innebörden av långfristiga låneavtal ansluter mycket nära till Marshalls tankegångar. Enligt Lindahl är således huvudproblemet hur osäkerheten om den realekonomiska betydelsen av penningkontrakt skall bringas att upphöra. Dessutom betonas de slumpmässiga förskjutningar av förmögenhets- och inkomstfördelningen, som sker genom den av penningvärdeförändringar orsakade överföringen av egendom från långivare till låntagare eller omvänt. Lindahls resonemang var följande (a.a. sid. 6—7):

»En ... prisförskjutning förorsakar då bl. a., att i svenska kronor bestämda penninglån komma att återbetalas i ett annat penningvärde, än som gällde vid lånens erhållande. Dessa olägenheter skulle kunna avhjälpas på två sätt: långivare och låntagare kunna i kontrakten inrycka en klausul om att lånesummans storlek (eller låneräntans höjd) skall modifieras med hänsyn till den svenska prisutvecklingen, eller de kunna vid kontraktens upprättande överenskomma om en viss bestämd lägre eller högre låneränta som kompensation av penningvärdet. Den förra metoden, alltså lånebeloppens reglering efter prisindex har emellertid trots sin riskfria karaktär små utsikter till att bli populär och torde även för framtiden endast undantagsvis komma till användning. Detta sammanhänger med att långivare och låntagare oftast ej äro intresserade för samma stabilitet hos penningvärdet — utan långivarna t. ex. för oförändrade levnadskostnader och låntagarna t. ex. för oförändrade priser på vissa kapitalföremål — och därför ha svårt att enas om lånevillkoren. Det senare förfarandet åter är effektivt, endast om kontrahenterna riktigt förutse den verkliga utvecklingen. Det behöver knappast påpekas, att de framtida utsikterna i regel äro mycket ovissa, och att allmänheten i dylika fall föredrager att räkna med fortvaron av bestående förhållanden framför att bygga på osäkra spekulationer angående möjliga förändringar.

I föreliggande fall kommer därför den svenska prisnivåns sänkning eller höjning att åt flertalet gällande penningavtal ge en annan innebörd, än som från början avsetts eller som skulle givits desamma, om man på förhand haft visshet om det blivande ekonomiska läget. Följden härav är först och främst, att den ena kategorien kontrahenter — vid penningvärdets förbättring långivarna och vid dess försämring låntagarna — gynnas på andras bekostnad. En dylik av slumpen förorsakad förskjutning av egendomsfördelningen är naturligtvis ej önskvärd. Även om man anser att den förut rådande fördelningen behövde modifieras, är en förändring efter penningvärdet ett alltför schematiskt verkande medel för att kunna försvaras som ett socialpolitiskt korrektiv.»

Lindahl synes dock inte vilja betrakta indexlån som någon lösning på dessa problem. Hans motiv härför är det sedermera ofta återkommande argumentet mot indexlån, att låntagare och långiva-

re har alltför avvikande intressen rörande kontraktsenhetens utformning för att de skall kunna antagas bli ense om lånevillkoren. I stället framhåller Lindahl, att penningpolitikens uppgift måste bli »att minska låntagarnas och långivarnas risker genom en sådan reglering av prisnivån, att därigenom verkningarna av oförutsedda händelser neutraliseras». En sådan politik måste enligt Lindahl innebära, att prisnivån inte hålles stabil utan bringas att variera i omvänt förhållande till den allmänna produktivitetsutvecklingen. Såsom bekant har dock detta mål för penningpolitiken, vilket borde innebära en på sikt sjunkande prisnivå, knappast accepterats i nämnvärd omfattning. Lindahls rekommendation avsåg närmast att uppnå en riskreduktion för låntagarna, medan den nu allmänt omfattade ambitionen att upprätthålla ett stabilt penningvärde skulle kunna sägas ta sikte på i första hand långivarnas behov av säkerhet angående innebörden av långfristiga finansiella åtaganden.

De tidigare påtalade störningarna på penningväsendets område efter första världskriget föranledde *Keynes* att i ett vittnesmål inför den s. k. Colwynkommittén[1] föreslå engelska staten att emittera indexreglerade obligationer. Keynes' huvudargument var följande:

»Jag har tidigare anfört, att staten kommer att kunna låna billigast genom att tillhandahålla sådana typer av obligationer, som de olika grupperna bland den investerande allmänheten finner motsvara deras behov. Jag gör gällande, att det finns ytterligare en ännu icke tillgänglig typ av obligationer, som kan tänkas bli uppskattad av vissa personer och därför göra det möjligt för staten att låna något billigare. Jag föreslår att det ges ut obligationer, för vilka kapitalet och räntan icke skulle utbetalas i fasta belopp i pund utan i belopp som har ett bestämt varuvärde, mätt med hjälp av ett indextal. Jag anser att ett officiellt indextal borde konstrueras för sådana ändamål i anslutning till de riktlinjer för en lämplig 'tabular standard', som rekommenderats för länge sedan av dr Marshall, samt att var och en och särskilt finansdepartementet borde ha frihet att erbjuda lån, för vilka räntebetalningen och kapitalåterbetalningen bestämdes genom detta indextals förändringar. Av erfarenhet kan jag säga, att det finns många investerare, som önskar undvika risker och därför begränsar sig till guldkantade papper, men som känner en naturlig oro inför tvånget att investera hela sin förmögenhet i penningform, eftersom erfarenheten visar att pengarnas realvärde är föränderligt. Nästan överallt i Europa har placerare i för förmyndarplacering godtagbara värdepapper under de sista tio åren berövats större delen av sin förmögenhets värde. T. o. m. här i England har alla sådana placerare lidit mycket stora realförluster. Vi kan hoppas, att en mera betydande instabilitet hos penningvärdet icke utgör ett av de förhållanden, som framtiden har i beredskap för oss. Men det är naturligt att vissa människor hyser ängslan härför. Såvida alltså icke finansdepartementet hoppas göra en vinst på pengarnas värdeminskning, skulle det ingenting förlora och skulle kunna vinna något i form av lägre ränta genom att ge ut sådana obligationer som jag här föreslagit.»

Keynes inför sålunda ett nytt argument för indexlån: staten skulle i perioder av stor osäkerhet rörande den framtida penningvärdeutvecklingen till avsevärt lägre kostnader kunna företa sin upplåning mot indexklausul. Samtidigt förskjutes tyngdpunkten för hela resonemanget om indexlånens uppgift därhän, att de i första hand antas skola svara mot *spararnas* behov och då främst dem, som saknar möjligheter till direkta realinvesteringar. Dessutom introduceras förutsättningen om en fortskridande penningvärdeförsämring, varvid indexlånen uppfattas som ett spararnas skydd mot en annars inträffan-

[1] Committee on National Debt and Taxation, vars betänkande utgavs 1927. Se Vol. I, sid. 278, 286 f och 4015—4022.

de förmögenhetsomfördelning till låntagarnas förmån. Denna tanke, att indexreglerade låneavtal kommer att ge långivarna en högre real avkastning än penninglåneavtal, har i stor utsträckning satt sin prägel på den senare diskussionen kring indexlånen.

1.2 Amerikansk diskussion åren 1950—1952

Den under andra världskriget och tiden därefter accentuerade instabiliteten i penningvärdeutvecklingen förde på nytt in indexlånetanken i den ekonomiskt-politiska diskussionen. Trots att under 1950-talet indexlånemarknader av betydande omfattning kom till stånd i ett par länder, Finland och Israel, har dock den med indexlån förenade problematiken i mycket liten utsträckning blivit föremål för studium av fackekonomerna. Här bortses då från diskussionen i de nordiska länderna, vilken företrädesvis skett i form av offentliga utredningar; se avsnitt 2.

En diskussion av viss omfattning uppstod dock i USA åren 1950—52 i samband med Koreakrisen. Initiativtagare till denna diskussion var den s. k. Patman-kommittén, som bland frågorna i sin enkät rörande de amerikanska kreditmarknadsproblemen upptog även följande: »Diskutera förtjänster och svagheter hos förslaget att utge ett slags obligationer, vilkas värde skulle garanteras motsvara en viss mängd köpkraft.» Svar inkom från The Secretary of the Treasury, The Council of Economic Advisors samt ett 30-tal amerikanska nationalekonomer.[1]

De olika uttalandena uppvisar en rik provkarta på avvikande uppfattningar om indexlånens förtjänster och svagheter. Möjligen kan en mera systematisk divergens i attityderna mot indexlån spåras i så måtto, att ekonomerna inom administrationen och det enskilda näringslivet uppvisade en mer genomgående negativ inställning till indexlån, medan universitetsekonomerna i större utsträckning framhöll indexlånens positiva egenskaper.

De argument som framfördes till förmån för en statlig emission av indexreglerade obligationer, var i stort sett följande:

1) Indexlånen bereder ett *skydd* mot inflationens verkningar för finansiella tillgångars realvärde. Den främsta betydelsen har detta *för småspararna*, dvs. personer med mindre inkomster och förmögenhet, vilka saknar möjlighet till investeringar i fast egendom, aktier och andra tillgångar, vars värde stiger i takt med den allmänna prisnivån.

2) Emissioner av indexlån i tider av osäkerhet beträffande den framtida penningvärdeutvecklingen kan *stimulera det privata sparandet* eller motverka en annars inträffad nedgång av detta sparande. En av oron för det framtida penningvärdet framkallad motvilja mot att företa långfristiga penningplaceringar kan således förbytas i sin motsats, om allmänheten ges möjlighet att placera sina sparmedel i värdesäker form. En minskning av tendenserna att söka undgå köpkraftsförluster genom förtidsinköp av konsumtionsvaror skulle också verka i riktning mot en dämpning av överskottsefterfrågan. Utgivandet av indexlån i perioder av samhällsekonomisk instabilitet skulle sålunda i sig vara ett viktigt bidrag i kampen mot inflationen.

3) I och med att staten såsom låntagare i växande utsträckning åtar sig att kompensera sina långivare för deras förluster i samband med framtida

[1] Sub-committee on General Credit Control and Debt Management, betänkande avgivet 1952 under titeln »Monetary Policy and the Management of Public Debt».

inflation, kommer ett rent statsfinansiellt intresse att öka statsmakternas vilja att *stabilisera penningvärdet*. Även på ett mer indirekt sätt skulle sålunda uppkomsten av indexlån verka i stabiliserande riktning.

Knappast något av dessa argument lämnades dock obestritt av dem, som intog en negativ attityd till indexlånetanken. Framför allt ville man förneka, att utgivandet av indexlån kunde ha en stabiliserande effekt på samhällsekonomin. Tvärtom hävdades, att blotta det förhållandet, att staten emitterade lån med skydd mot framtida penningvärdeförsämring, skulle uppfattas som ett säkert tecken på att statsmakterna uppgivit tanken på penningvärdets stabilitet. Det skulle leda till ökade inflationsförväntningar bland allmänheten och ytterligare öka den totala efterfrågan. En liknande effekt skulle uppstå därigenom, att intresset för en penningvärdestabiliserande politik skulle minska, om den breda massan inkomsttagare gåves möjlighet att skydda sina tillgångar mot inflationens verkningar. Det ekonomiska systemets inneboende motstånd mot inflation skulle med andra ord minska i och med att en ny typ av indexreglering lades till de redan existerande.

Andra argument mot introduktionen av indexlån gällde de störningar, som skulle uppstå på kreditmarknaden, varvid bl. a. svårigheter för näringslivet att tillgodose sitt behov av krediter frammanades. Man anförde även, att beräkningen av de som kompensation för penningvärdets fall utgående indextilläggen skulle medföra tekniska vanskligheter, vilket kunde skapa missnöje bland spararna. Framför allt ansågs det vara politiskt omöjligt att låta indexklausulen verka i båda riktningarna, så att vid stigande penningvärde statens återbetalningsskyldighet minskade.

Efter Koreakrigets slut upphörde diskussionen kring indexlånen utan att ha lett till några praktiska resultat. Det kan dock tilläggas, att frågan om indexreglerade statsobligationer på nytt upptogs i en rapport från den amerikanska kongressens Joint Economic Committee i januari 1960. Där föreslogs, att staten borde utge sparobligationer med indexklausul. Motiveringen är densamma, som bildade tyngdpunkten i diskussionen från 1950-talets första år: småspararnas svårigheter att finna investeringsobjekt, vilka både är värdesäkra och fria från andra slags risker. För att avgränsa förvärvet av de indexreglerade obligationerna till denna grupp borde inköpsrätten begränsas.[1]

Den ovan refererade diskussionen kan sägas ange huvuddragen i de resonemang, som sedermera förts angående indexlånen och deras betydelse. Det centrala syftet var att bereda spararna ett skydd mot de risker för sparandets framtida realvärde, som penningvärdeförändringar innebär. Framför allt antogs ett dylikt behov föreligga för personer i de lägre inkomst- och förmögenhetsskikten, vilka i allmänhet saknar möjlighet till direkta investeringar i realvärden. Ett av hindren för småspararnas engagemang i realinvesteringar (bl. a. aktier) skulle vara, att dessa är förenade med andra slags risker. Vidare betonades *statens ansvar* för undanröjandet av spararnas risktagande beträffande penningvärdeutvecklingen, vilket följde av statens delaktighet i den politik, som medfört penningvärdets instabilitet. Häremot hävdades att detta ansvar i stället borde ta sig uttryck i en intensifierad kamp mot inflationen. Staten fick dessutom inte utsätta sig för misstanken om bristande

[1] 86th Congress, Senate Report No 1043, »Employment, Growth and Price Levels», sid. 36.

tilltro till sin stabiliseringspolitik genom introduktionen av en låneform, där en fortsatt penningvärdeförsämring mer eller mindre förutsattes.

Ett nytt och i den senare debatten väsentligt moment infördes även i så måtto, att uppkomsten av indexlån tillmättes en stabiliserande effekt på samhällsekonomin. Det privata sparandet borde sålunda stimuleras om allmänheten erhöll placeringsmöjligheter, vilka inte bara befriats från de risker, som i allmänhet är förenade med placeringar i realvärden, utan även erbjöd ett skydd mot penningvärderisker. Det motsatta argumentet, som sedermera ofta förfäktats, byggde på tesen att allmänhetens motstånd mot en fortgående inflation skulle minska samtidigt som introduktionen av indexlån kunde öka inflationsförväntningarna och framkalla en minskad sparbenägenhet hos medborgarna i gemen.

Den amerikanska diskussionen kom dock aldrig att tränga särskilt djupt in i indexlånens problematik. Framför allt ägnades föga uppmärksamhet åt indexlånemarknadens funktionssätt och penningpolitikens påverkan härav. En bidragande orsak härtill torde ha varit, att indexlånen genomgående förutsattes få en begränsad spridning och enbart förekomma i form av statliga sparobligationer. Indexlån som ett mera reguljärt inslag på kreditmarknaden och indexlåneformens samhällsekonomiska verkningar i vidare mening diskuterades således ej.

1.3 Palanders studium av indexlån

Såsom ovan påpekats har indexlånefrågan icke avsatt några djupare spår i den ekonomiska litteraturen. Den enda monografi i ämnet som existerar är ett av den svenske ekonomen *Tord Palander* år 1957 utgivet arbete under titeln »Värdebeständighet, ett problem vid sparande, livförsäkringar och pensioner»[1]. Palanders verk har i väsentlig utsträckning bildat underlag för en rad av de problemställningar, vilka upptages till undersökning i detta betänkande. Här skall därför endast huvudtankegångarna i boken »Värdebeständighet» återges.

Palanders mest betydelsefulla bidrag till indexlånediskussionen ligger på två plan. För det första återknyter han till det resonemang om betydelsen av att i långfristiga avtal erhålla en *värdebeständig kontraktsenhet*, som tidigare förts av Marshall och Lindahl. Indexklausulens principiella innebörd är således att den neutraliserar de förskjutningar av låneavtalens reala innebörd, som annars uppstår vid icke förväntade förändringar i penningvärdet. Palander bygger därvid vidare på Marshalls tes att sådana förskjutningar är en olägenhet inte bara för långivaren, som vill kunna värdera sina tillgångar i köpkraftsenheter, utan även för låntagaren i och med att värdet av hans med upplåningen finansierade realkapital kan utsättas för fluktuationer. I motsats till Lindahl hävdar Palander därvid, att det finns en rad från penningen avvikande kontraktsenheter, vilka såväl uppfyller långivarens intresse av oförändrad köpkraft hos sina tillgångar som låntagarens behov av en överensstämmande utveckling mellan tillgångars och skulders realvärde. Med hänsyn till den allmänna tendensen hos företagens vinster och därmed deras återbetalningsför-

[1] Stockholm 1957, med tillhörande Appendix »Om ovisshet, värderingsenheter, riskvärdering och förväntningsspridning», Uppsala 1957. Boken bygger på en PM om »Indexregleringar på lånemarknaden» (stencil), vilken av Palander utförts på gemensamt uppdrag av penningvärdesutredningen och Svenska Livförsäkringsbolags Förening. Denna PM överlämnades i november 1955.

måga att samvariera med den allmänna prisnivåutvecklingen skulle sålunda låneavtal med ur köpkraftssynpunkt värdebeständiga kontraktsenheter kunna accepteras även av låntagarna.

Den väsentliga konsekvensen härav är, att indexlånen nu ånyo av Palander lanseras som ett reguljärt inslag i kredittransaktionerna på en marknad, där avtalsparterna strävar efter att minska de med dessa transaktioner förenade riskerna. Indexlån betraktas således av Palander inte endast som ett spararnas skydd mot inflationen, som det åligger staten allena att tillhandahålla. Av indexlåneformens allmänna utbredning följer även, att den hos Lindahl framkomna tanken på indexlån som ett medel att undvika sådana förskjutningar av egendomsfördelningen mellan låntagare och långivare, vilka orsakas av icke förväntade penningvärdeförändringar, åter aktualiseras.

För det andra ger Palander indexlåneformen en framskjuten plats som ett nytt *medel i den ekonomiska politiken*. Detta icke blott i den meningen, att uppkomsten av värdesäkra placeringsmöjligheter kan ha en dämpande effekt på den totala efterfrågan. Han framhåller dessutom, att penningpolitikens möjligheter att effektivt utnyttja räntan som stabiliseringspolitiskt medel måste minska, om spararna och investerarna värderar lånens avkastningsegenskaper i andra enheter än dem, som faktiskt förekommer på marknaden. I en marknad med penningen som dominerande kontraktsenhet men där marknadsparterna genomgående värderar avkastningen i köpkraftsenheter, kommer den av penningpolitiken upprätthållna räntenivån att för marknadsparterna sönderfalla i en rad reala räntesatser, där den nominala avkastningen korrigerats med hänsyn till den individuellt förväntade penningvärdeutvecklingen. Särskilt borde mindre önskvärda konsekvenser av denna asymmetri mellan kreditmarknadens kontraktsenheter och allmänhetens värdering uppstå vid förskjutningar i den allmänna uppfattningen om penningvärdets framtida utveckling. Den faktiska förändring av de för sparande- och investeringsplanerna relevanta räntesatserna, som därmed äger rum, kan endast med svårighet neutraliseras genom ingrepp i den nominala räntenivån. Särskilt i tider, när tilltron till penningvärdets framtida stabilitet rubbats i större utsträckning, vore det en bestämd fördel, om långfristiga låneavtal erhöll av penningvärdeförväntningarna oberoende avkastningsvillkor, varvid penningpolitiken gavs möjlighet att direkt påverka realräntans höjd.

En annan omständighet, som enligt Palander också talar för att man bör söka åstadkomma en allmän spridning av indexlåneformen, är de ur samhällsekonomiska synpunkter gynnsamma verkningar, som kan uppstå beträffande *realinvesteringarnas fördelning* mellan projekt av olika lönsamhet. Medan i en penninglånemarknad vissa investeringsprojekt kommer till stånd endast därför att deras tillskyndare förlitar sig på att den framtida inflationen kommer att öka avståndet mellan avkastningen och upplåningskostnaderna, skulle någon sådan möjlighet icke uppstå om upplåningen måste ske i värdebeständig form. I en indexlånemarknad skulle med andra ord utsikterna öka att erhålla en investeringsfördelning grundad på real räntabilitet, vilket borde gynna samhällsekonomins tillväxttakt.

1.4 Radcliffe-rapporten

Slutligen kan återges ett relativt sentida meningsutbyte om indexlån, vilket ägde rum inför den s. k. Radcliffe-kommit-

tén[1]. Denna hade att genomföra en studie av Storbritanniens penningpolitiska problem och avge rekommendationer rörande stabiliseringspolitiken såvitt avsåg kreditmarknaden. I ett av de memoranda, som tillställdes kommittén, framfördes av W. Manning Dacey, ekonomisk rådgivare vid Lloyds bank, tanken på statliga emissioner av indexlån i syfte att framkalla en ökad efterfrågan på statsobligationer och därmed åstadkomma en önskvärd omplacering från korta till långa fordringar. I den diskussion kring Daceys memorandum, som ägde rum i kommittén, återkom förslagsställaren till värdet av indexlån såsom en spararnas försäkring mot framtida penningvärdeförsämring samtidigt som han antydde de ur statsfinansiell synpunkt fördelaktiga villkor som kunde erhållas på dylika emissioner. Indexlån sågs dock av Dacey som en åtgärd motiverad endast i särskilt svåra lägen av samhällsekonomisk instabilitet med starka inflationsförväntningar hos allmänheten.

Radcliffe-kommittén intog i sitt betänkande en negativ attityd till tanken på införandet av indexlån. Man anför härom (paragraf 573):

»Indexlån skulle uppenbarligen ha en stor dragningskraft på placerarna, eftersom de skulle ge ett säkrare skydd mot inflation än vad någon aktieplacering kan ge. Myndigheterna skulle nå fördelen att erhålla sin upplåning mot indexlån på samma villkor som vid vanliga obligationer, om inflationen inte fortskred i snabbare takt än väntat. Mer än så: i lägen när allmänheten inte bara betraktar en måttlig inflation som sannolik utan dessutom i någon mån befarar en snabbare inflation kan placerarna vara villiga att köpa indexobligationer på rimliga villkor, medan de förmodligen inte skulle köpa vanliga obligationer, oberoende av villkoren. Sedan systemet väl introducerats synes det säkert, att det skulle sprida sig till andra räntebärande fordringar, och det skulle bli svårt att hålla tillbaka dess expansion till en rad andra avtal, som hittills fixerats i pengar. En dylik utbredning skulle mycket snart grundlägga en större förändring i vårt ekonomiska systems funktionssätt och oundvikligen tendera att förstärka inflationen. Ett finansdepartement, som ställts mot väggen i sin upplåningsverksamhet, kan råka illa ut, men vi hoppas, att brittiska regeringen inte skall drivas att ta sin tillflykt till en utväg, som alltför tydligt skulle vara ett erkännande av att man inte lyckats upprätthålla en rimlig grad av stabilitet hos penningvärdet och som lätt kunde få upplösande konsekvenser för vårt ekonomiska system.»

2. *Offentliga utredningar i de nordiska länderna*

2.1 Finland

De offentliga utredningar, som i Finland företagits i indexlånefrågan, måste ses mot bakgrunden av att frågan där haft — och har — en direkt praktisk aktualitet. Olika typer av indexreglerade lån uppträdde på den finska kreditmarknaden redan i slutet av 1940-talet och indexlånemarknaden företedde under mitten av 1950-talet en mycket stark expansion. Det främsta kännetecknet hos denna marknad är, att den har uppstått och till huvuddelen utvecklats vid sidan av statens upplåning. Indexlån förekom således i betydande omfattning bland utlåningen från folkpensionsanstalten och försäkringsbolag till privata låntagare och vissa kommuner hade redan uppträtt såsom emittenter av indexreglerade obligationslån, innan staten år 1953 emitterade sitt första egentliga obligationslån med indexklausul. (Redan år 1945 utfärdade staten visserligen en betalningsförbindelse med indexklausul,

[1] Report of the Committee on the Working of the Monetary System, London 1959. Se även rapportens bilagor: Memoranda of Evidence, vol. nr 3, sid. 67, och Minutes of Evidence, sid. 663—4, båda London 1960.

nämligen det s. k. ersättningslånet, som över 10 år fördelade ersättningen till den efter vinterkriget förflyttade befolkningen. Något obligationslån i egentlig mening var dessa ersättningsobligationer dock inte.) 1955 infördes indexklausuler i kreditinstitutens inlåning från allmänheten, vilket på olika sätt påverkat deras utlåning.[1]

Detta förhållande har i vissa avseenden satt sin prägel på utredningsarbetet. De två större utredningarna röran de den finska indexlånemarknaden, med betänkanden avgivna 1953 och 1958, hade sålunda att ta ställning till en redan existerande företeelse. Deras huvuduppgift blev att undersöka erfarenheterna av indexklausulens tillämpning, varvid frågan knappast gällde huruvida systemet som sådant skulle bibehållas eller ej utan snarare huruvida staten lagstiftningsvägen borde ingripa i indexlånemarknadens utformning och funktionssätt. Framför allt syntes det angeläget att utröna konsekvenserna av indexlånens förekomst för näringslivet, bostadsbyggandet och andra privata låntagare. Ett annat problem, vilket spelade stor roll i utredningen från 1958, var om större enhetlighet i indexklausulernas utformning och tillämpning kunde skapas genom statliga ingripanden. En rik flora av olika kontraktsenheter och avtalskonstruktioner hade sålunda uppstått, varvid framför allt kreditinstitutens sinsemellan avvikande teknik att överföra kostnaderna för den indexreglerade inlåningen på sina låntagare tilldrog sig intresset. Till bakgrunden hör också efterkrigstidens ekonomiska instabilitet i Finland, med ett ständigt efterfrågetryck och tidvis stark inflation, vilket bl. a. tagit sig uttryck i en bristfälligt fungerande kreditmarknad och starka tendenser till kreditransonering. Låntagarna har sålunda inte i större utsträckning medgivits valfrihet mellan indexlån och penninglån. Inte heller synes prisbildningen på indexreglerade och icke indexreglerade krediter ha kunnat ske i sådan frihet, att räntevillkoren för de två låneformerna anpassats till låntagarnas preferenser.

De två här refererade utredningarna tillsattes båda efter aktioner i finska riksdagen för ett inskridande i riktning mot en begränsning av indexklausulernas tillämpning. I februari 1953 avslog riksdagen sålunda en motion från agrart håll om förbud mot användningen av indexklausuler i låneavtal men beslöt samtidigt att begära en utredning angående indexklausulens lämplighet vid kreditgivning. Utredningen utfördes av den s. k. finanskommittén med Erik Törnqvist som ordförande.[2]

Finanskommittén kom dock att genomgående inta en positiv inställning till indexlånen. När det gällde de allmänna samhällsekonomiska verkningarna av indexlån, anknöt man således till den i olika sammanhang framförda uppfattningen, att de har en *positiv effekt på sparandet:*

»Vid en granskning av indexklausulens tillämpning ur fordringsägarnas synpunkt torde det inte råda något tvivel om att en 100-%-ig eller redan en partiell tillämpning av indexklausul vid inflation eller vid hotande inflation skulle öka inkomsttagarnas sparlust.»

Även indexklausulernas konsekvenser för *egendomsfördelningen* vann kommitténs gillande:

»Frågan om hindrandet av den genom inflationen uppkomna oförtjänta överfö-

[1] En närmare redogörelse för indexlånemarknadens utveckling i Finland ges i bilaga 4 till detta betänkande.

[2] Det kortfattade betänkandet finns i svensk översättning, se den finländska tidskriften Sparbanken, juni 1953.

ringen av egendom, vilket även rättssynpunkterna talar för, skulle otvivelaktigt lösas genom att ta indexklausul i bruk. Även om man vid tillämpningen av den icke gick in för en full ersättning, vore den dock ägnad att utjämna den rådande orimligheten.»

I den centrala frågan, huruvida indexlån är en lämplig finansieringsform för privata investeringar, intog kommittén en ståndpunkt, som nära anknyter till den teori om indexlånens *riskreducerande egenskaper,* vilken skymtat i den i avsnitt 1 ovan refererade diskussionen:

»Även realegendomen är utsatt för risker. Under depression kan det vara rätt svårt att realisera t. ex. skogslägenheter ens till en bråkdel av det tidigare under högkonjunktur gängse realpriset, trots att den allmänna prisnivån icke närmelsevis har sjunkit i samma proportion.

Med stöd av det ovansagda kan ur deponenternas m. fl. kredittagares synpunkt sett en tillämpning av indexklausul — dock icke full 100-%-ig — väl försvaras.

Vad tillämpningen av indexklausul på långfristiga, för investeringsändamål beviljade lån angår, bör vid bedömandet av dess verkningar på långivarens och låntagarens ställning fästas uppmärksamheten vid ändringar i kapitalets värde.

— — —

I ekonomiskt avseende sunda företags räntabilitetskalkyler borde icke baseras på anteciperade inflationsvinster. Tillämpningen av indexklausul särskilt på långfristiga investeringskrediter, av vilken man redan har erfarenhet, är även ur kredittagarens synpunkt väl motiverad. Av ovannämnda orsaker vore det dock skäl att göra ett visst avsteg från den fulla indexgottgörelsens linje.

Svårare är det att bedöma frågan i vilken utsträckning indexklausulen lämpar sig för den egentliga affärskrediten, och om den kommer att inverka höjande på kostnadsnivån. I praktiken existerar icke någon klar gräns mellan investerings- och affärskrediten. Ibland kan man först efteråt komma underfund med kreditens verkliga ändamål.

I den utsträckning som i den produktiva och kommersiella prissättningen tillämpas den s. k. återanskaffnings- eller dagsprisprincipen — enligt vilken varor och råmaterial, som anskaffas för tillverkning och försäljning prissättas till det pris, som råder vid tillverknings- och försäljningsögonblicket — åsamkar en på affärskrediten tillämpad indexklausul icke företagen ekonomiska förluster. Om däremot det ursprungliga anskaffningspriset tillämpas vid prissättningen, lider företaget under samma förutsättningar förlust. Under normala förhållanden är respektive varas återanskaffningspris en rättvis prissättningsgrund. För godkännande av denna princip talar även strävan att åstadkomma en enhetlig prisnivå. Då indexklausul icke tillämpas, är ett företags skulder endast bundna vid ett givet markbelopp, varför en skuldsatt företagare under en inflationsperiod erhåller inflationsvinster. Företagen torde oftast ha såväl skulder som fordringar. Åtminstone i sådana fall, då dessa i stora drag motsvara varandra, är inflationens inverkan på företagets ställning, vare sig indexklausul tillämpas eller ej, neutral. Tillämpning av återanskaffningsprincipen torde som sådan icke kunna ha en befordrande inverkan på inflationen. Det är likväl skäl att betona, att i praktiken medför tillämpning av indexklausul på mycket kortfristig affärskredit — närmast på varuväxlar beviljade krediter — svårigheter.»

Man avger också vissa omdömen rörande *den stabiliseringspolitiska effekten* i allmänhet av indexlånens förekomst:

»Tillämpningen av indexklausul samt penning- och finanspolitiska medel äro icke tillfyllest att hålla penningvärdet stabilt. Att ta i bruk detta villkor i kreditgivningen och -tagningen vore likväl ägnat att hejda möjligheterna för inflation. Tillämpningen av indexklausul ger vid handen att ett till låns erhållet penningbelopp icke mera kan begagnas till nytta på andras bekostnad, varför den vore ägnad att inge en allmän uppfattning om att ingen drar nytta av en inflation.»

Kommittén kommer fram till följande slutsatser:

»I betraktande av vad som ovan framförts, är tillämpning av indexklausul i långivningen och -tagningen ur rättvisesynpunkt fullt motiverad. Även ur eko-

nomisk synpunkt har sådana skäl mot tillämpning av indexklausul — i synnerhet om man gör ett mindre avsteg från den fulla indexgottgörelsens linje — icke framförts att det vore skäl att i lag förbjuda tillämpning av indexklausul i försträckningsavtal. Gällande lagstiftning ställer ju intet hinder i vägen för att ta den i bruk. Sålunda har kreditinstituten själva och deras samorganisationer varit berättigade att avgöra frågan om tillämpning av indexklausul liksom även graden för dess tillämpning. Av deras prövning beror även, vilken index eller annan bas som väljs som måttstock för det utlånade penningbeloppet. Såvida kreditinstituten anse det vara skäl att skrida till tillämpning av indexklausul, är det enligt kommitténs åsikt fullt rekommendabelt.»

Den återgivna utredningen ledde inte till några försök att hämma indexlånemarknadens tillväxt. När frågan på nytt togs upp till behandling år 1955, hade sålunda även staten engagerat sig på indexlånemarknaden genom att emittera indexreglerade obligationslån. Samma år infördes indexklausuler för vissa av kreditinstitutens inlåningsräkningar med konsekvenser i form av olika slags indexbindningar på utlåningssidan. Vidare kom indexlån att spela en växande roll för bostadsbyggandets kreditförsörjning, vilket utlöste en allt starkare kritik mot de av indextilläggen förorsakade hyresstegringarna.

Den kommitté, som i maj 1958 utsågs att under ordförandeskap av professor Nils Meinander utreda »tillämpningen av indexklausuler på penningmarknaden», såg därför som sin huvuduppgift att utröna, huruvida förekomsten av indexklausuler kunde begränsas och deras tillämpning göras mer enhetlig.[1]

Såsom utgångspunkt för sina rekommendationer ville kommittén ställa följande villkor, vilka borde uppfyllas av den i låneavtal tillämpade indexklausulen:

»1) Indexklausulen bör i så stor utsträckning som möjligt bevara stabiliteten hos sparkapitalets realvärde och därigenom befordra sparandet även under sådana förhållanden, då prisnivån av en eller annan anledning väntas stiga.

2) Indexklausulen bör dock vid utlåningen vara sådan, att den icke på kort sikt bereder låntagaren övermäktiga svårigheter att bibehålla betalningsförmågan och icke tvingar honom att inskränka sin i annat fall lönsamma produktion.

3) Skillnaderna mellan de indextillägg, som förorsakas av indexklausulen, bör vara så små som möjligt mellan de olika penninginrättningarna.

Följaktligen anser kommittén, att en tillämpning av indexklausulen kan vara motiverad, då inflation råder eller inflationshot föreligger, men man bör sträva till att så långt som möjligt reducera dess produktionsminskande verkan.»

Frågan huruvida lån med indexklausul leder till ökade kapitalkostnader för låntagaren (och därmed, enligt kommittén, har en produktionsminskande effekt) ägnades den största uppmärksamheten i utredningsarbetet. Man använde sig därvid av den inte helt invändningsfria tekniken att studera kapitalkostnadernas andel av den totala produktionskostnaden i olika produktionsgrenar. Med vissa reservationer för osäkerheten i de sålunda utförda beräkningarna ansåg man sig dock kunna fastslå, »att penningmarknadens indexklausuler i allmänhet icke lär förorsaka oöverstigliga svårigheter för industrin eller varuhandeln, men att den förorsakar betydande höjningar av kostnaderna för fastighetsägarna, elkraftproduktionen och uppenbara kostnadsökningar för sjöfarten».

De ambitioner, som åtminstone vissa av kommitténs ledamöter[2] synes ha haft

[1] Kommitténs betänkande är författat på finska. Värdesäkringskommittén har utnyttjat en inom den finska sparbanksföreningen färdigställd översättning.

[2] Jfr en artikel av kommitténs ordförande, prof. Nils Meinander, Den indexbundna kreditgivningen i Finland, Ekonomisk Revy nr 7 1958, där kommitténs arbete närmare kommenteras.

att söka uppnå en begränsning av indexlånens förekomst till vissa delmarknader, främst obligationsmarknaden, och att uppnå ett förbud mot indexklausuler vid finansiering av bostadsfastigheter, kunde dock icke fullföljas. I stället sökte man på en annan väg begränsa indexklausulernas verkningar för låntagarnas kapitalkostnader. Sålunda föreslogs, att i lag skulle förbjudas tillämpandet av indexklausuler, som anknöt lånebelopp och ränta till mer än 50 % av prisindex' förändringar. Varje avtal skulle sålunda till minst hälften av skuldförbindelsens ursprungliga belopp ha penningen som kontraktsenhet. För bankernas inlåningsräkningar med en bindningstid överstigande två år skulle dock denna begränsning av indexklausulens omfattning inte gälla.

Man föreslog även, att långivaren inte skulle ha rätt att av låntagaren årligen utkräva större indextillägg än vad som motsvarade 2 % av kapitalskulden. Eventuellt på året löpande indextillägg, som överskred detta procenttal, skulle låntagaren ha rätt att foga till kapitalskulden för återbetalning vid senare tidpunkt.

Kommittén utformade motiveringen för sitt förslag på i huvudsak följande sätt:

»Endast en 100-procentig indexklausul kan bibehålla sparkapitalets realvärde helt oförändrat. Detta krav på fullständigt bibehållande av oföränderligheten hos sparkapitalet är enligt kommitténs åsikt på sin plats i fråga om insättare och innehavare av sparförsäkringar, dock skulle endast för bankinsättningar en 100-procentig indexklausul vara tillåten. Kommittén anser, att en stegring av prisindex till den grad kan avvika från uppgången av priserna på realegendom, att en mera än 50-procentig bundenhet vid index otillbörligt kan äventyra låntagarens ställning varför en dylik bundenhet icke bör tillåtas.

Kommittén håller före, att ett fullständigt indexskydd endast är behövligt för sparande på lång sikt. Därför borde ett 100-procentigt bindande vid index endast komma i fråga vid depositioner, när depositionstiden är minst två år.

— — —

Enligt kommitténs uppfattning skulle ovannämnda förslag, om de förverkligades, icke medföra en minskning av det finansiella sparandet från nuvarande nivå, men de *skulle underlätta kredittagarnas likviditet.* Då vid all utlåning endast en högst 50 procents indexklausul skulle komma i fråga, med stöd av vilken årligen finge uppbäras i förhöjning 2 procent av lånekapitalet, vore någon produktionsinskränkning icke att motse och icke heller några omotiverade prisförhöjningar på de områden, där på grund av efterfrågans tröghet prisstegringar lätt kan genomföras.»

Däremot fann sig kommittén icke kunna föreslå några lagstiftningsåtgärder i syfte att skapa större enhetlighet beträffande de i samband med indexklausulerna tillämpade indextalen, »ty därigenom komme man att otillbörligt bryta mot avtalsfrihetsprincipen». Här nöjde man sig med att bl. a. rekommendera, att »penning- och kreditanstalterna genom gemensamma underhandlingar skulle sträva efter en sådan överenskommelse, att de indexförhöjningar, vilka uppbärs, och de indextal, vilka tillämpas, inom varje grupp av penning- och kreditanstalter vore enhetliga».

De finska utredningarna i indexlånefrågan skall i detta sammanhang inte bli föremål för någon kommentar annat än i så måtto, att det måste betecknas såsom märkligt, att den Meinanderska kommitténs diskussion om upplåningskostnaderna fördes utan hänsynstagande till *räntenivån* på indexlån jämfört med penninglån. Man synes således genomgående föra diskussionen med utgångspunkt från att någon nämnvärd differens mellan räntesatserna på de två låneformerna ej existerar. Såsom beskrivning av den i Finland faktiskt rådande situationen är detta i och för sig riktigt, eftersom räntevillkoren på

index- och penninglånemarknaden företett mycket små avvikelser från varandra. I varje fall har differensen mellan räntesatserna inte ens tillnärmelsevis motsvarat den faktiska indexstegringen och därmed den årliga indexgottgörelse, som utöver räntan avkrävts låntagarna på indexlånemarknaden. Tänkbart är, att kommittén kunnat nå andra slutsatser beträffande indexklausulens utformning, om man fört in räntebildningen i sitt resonemang. En allmän sänkning av indexlånens räntevillkor borde således — såvitt avser lånekostnadens höjd — fylla samma syfte som det av kommittén föreslagna förbudet mot indexklausuler med mer än 50-procentig bindning till regleringsindex.

2.2 Danmark

I oktober 1954 tillsattes av den danske finansministern en utredning med uppdrag att »undersöge muligheterna for at utstede værdifaste obligationer eller for at etablere andre former for værdifast anbringelse af opsparede pengebelöb med henblick på derigennem at stimulere den private opsparing».

Utredningen, vars betänkande avgavs i slutet av år 1955[1], lämnade ett i stort sett negativt svar på den ovannämnda frågeställningen. Man tog sin utgångspunkt i det förhållandet, att privata indexlåneavtal i perioder, när förväntningarna om den framtida *prisutvecklingen* genomgående är *uppåt*riktade, knappast kan komma till stånd utan att indexlånens räntesatser blir avsevärt lägre än på samtidigt förekommande penninglåneavtal. För att de privata låntagarna skall överta eller dela den inflationsrisk, som hittills burits av långivaren ensam, kommer de således att kräva en viss riskpremie i form av en *lägre nominell räntesats på indexlån*. Det betyder å andra sidan, att spararna, om den faktiska prisstegringen blir mindre än skillnaden mellan räntorna på penning- och indexlån, kommer att få en lägre avkastning på indexlån än på andra låneformer. Deras enda chans att genom placeringar i indexlån nå en högre avkastning är, att prisstegringen blir större än vad som i avtalsögonblicket förväntas. Spararna får med andra ord endast ett skydd mot den icke förväntade penningvärdeförsämringen.

Upptäckten att i en fri marknad räntesatserna på indexlån torde tendera att bli av ungefär samma höjd som den förväntade reala avkastningen på samtidigt förekommande penninglån, medför en utpräglad skepsis inom utredningen angående indexlånens möjligheter att påverka det privata sparandet i positiv riktning. Detta kan också tolkas så, att utredningen inte anser uppkomsten av en med avseende på den framtida köpkraften säker placeringsform vara tillräcklig för att uppnå en sådan effekt. Införandet av indexlån måste dessutom innebära, att sparandets reala avkastning ökar i den meningen, att indexlåneräntan överstiger den i allmänhet förväntade reala avkastningen på placeringar i penninglånens form. En tendens till ökat sparande skulle i annat fall endast kunna uppstå hos de grupper, vilka har i förhållande till genomsnittet extremt starka farhågor för framtida inflation.

Ur sin analys av indexlånemarknadens funktionssätt härleder utredningen också en annan omständighet, som kommer att minska spararnas möjligheter att utnyttja indexlån som värdesäker placering. Man finner således, att utbudet av indexlån från privata

[1] Betænkning nr 146/1956 om Værdifaste obligationer m. v.

låntagare och räntevillkoren på marknaden kan bli högst varierande till följd av att parternas prisnivåförväntningar undergår förändringar. I varje fall måste man räkna med att värdefasta försäkringar och andra indexreglerade sparformer hos de kapitalförvaltande instituten inte kan uppstå, om inte instituten kan förutse en regelbunden tillgång på indexlån i sin utlåningsverksamhet. Över huvud anser utredningen, att spararnas intressen kräver ett jämnt tillflöde av material för att de skall undgå de olägenheter, som är förenade med instabila marknadsförhållanden.

När det gäller utformningen av de privata indexlåneavtalen anser sig utredningen visserligen kunna förmoda, att parterna skall kunna enas om en kontraktsenhet, som tillfredsställer spararnas behov av oförändrad köpkraft hos sina tillgångar. Låntagarna torde dock i allmänhet endast vara beredda att garantera en partiell kompensation för penningvärdeförsämringen. Något fullständigt skydd ens mot icke förväntade prisstegringar skulle spararna sålunda inte kunna beredas.

Utredningens viktigaste slutsats blir därför, att om indexlån skall få någon praktisk betydelse, måste *staten* uppträda som låntagare *på indexlånemarknaden* och därtill bära huvudansvaret för marknadens utveckling. Skall man därvid söka avlägsna den svaghet hos indexlån, som innebär att spararna måste acceptera en lägre ränta för att få skydd mot inflationsriskerna, måste staten helt eller delvis överta dessa risker utan att kräva en motsvarande räntenedsättning. Detta borde även innebära, att den en gång etablerade räntenivån på indexlånemarknaden i framtiden måste vidhållas. Staten bör sålunda garantera ett någorlunda fast utbud av indexlån till räntor, som inte påverkas av svängningarna i prisnivåförväntningarna. Härigenom skulle statens risktagande ytterligare öka. Enligt utredningens mening vore det mycket betänkligt, om staten genom en nedsättning av räntan på indexlån *ökade* allmänhetens *inflationsförväntningar.*

Konsekvensen av detta ståndpunktstagande blir att staten tvingas att emittera indexlån till avsevärt bättre avkastningsvillkor än vad som gäller för penninglån. Utredningen drar härav den slutsatsen, att *kostnaderna för den statliga upplåningen måste öka* och att detta kan leda till en ökad belastning för skattebetalarna. Man tar inte ställning till en dylik konsekvens men påpekar dock, att en inkomstöverföring från skattebetalarna till statens långivare kan innebära en ökning av den totala efterfrågan, varigenom indexlånens eventuellt positiva effekt på sparandet kan upphävas.

Utredningen avger ingen sammanfattande rekommendation i indexlånefrågan. Det starka betonandet av den statsfinansiella aspekten och den allmänna tveksamheten rörande indexlånens samhällsekonomiska fördelar leder dock till en genomgående negativ attityd gentemot tanken på införandet av värdesäkra låneformer. Man antyder dessutom en väg att reducera statens enligt utredningens uppfattning riskfyllda engagemang på indexlånemarknaden. Detta skulle ske genom en stark begränsning av utbudet av indexreglerade krediter och en ransonering av spararnas tillträde till marknaden. Indexreglerade placeringsmöjligheter skulle sålunda förbehållas vissa sparformer och/eller spararegrupper och närmast syfta till att öppna möjlighet för tecknandet av en mindre, värdefast tilläggspension till den allmänna pensionen. Såsom framgår av bilaga 4 till detta betänkande har också sedermera en dylik ordning införts i Danmark.

2.3 Norge

Den 24 januari 1958 tillsattes en offentlig utredning med uppgift att »utrede de prinsipielle og praktiske spörsmål i tilknytning til verdifaste fordringer, å vurdere om det vil være hensiktsmessig å etablere verdifaste fordringer som grunnlag for verdifast anbringelse av sparemidler, og å utarbeide nærmere forslag dersom komitéen finner at det bör etableres verdifaste fordringer». Kommittén överlämnade sitt betänkande i juni 1960.[1]

Kommitténs ställningstagande till frågan om införandet av indexlån blev inte enhälligt. En majoritet, bestående av fem ledamöter (däribland ordföranden dir. Gunnar Jahn), ställde sig avvisande till tanken att genomföra någon form av indexklausuler på kreditmarknaden. Majoritetsuttalandet innehåller dock skiljaktiga meningar på en punkt, nämligen huruvida möjligheter för en indexreglerad frivillig ålderdomsförsäkring borde skapas. Två ledamöter uttalade sig för en vidare utredning av denna fråga, varvid det danska systemet borde tjäna såsom förebild (ang. det indexreglerade ålderdomssparandet i Danmark, se bil. 4).

Kommitténs betänkande består till sin huvuddel av en analys av de med införandet av indexlån förbundna tekniska och samhällsekonomiska problemen. Denna är i stort sett fri från värderingar av olika för- och nackdelar hos en indexlånemarknad. De egentliga slutsatserna finns i den avslutande sammanfattningen, där de skiljaktiga meningarna kommit till synes.

Majoriteten har följande huvudmotiv för sitt negativa ställningstagande till indexlån:

1) »Den reduksjon av realverdien av nominelle fordringer som er en følge av en prisstigning, fører til at kreditor lider tap og at debitor får ufortjent gevinst. Men da mange samtidig er kreditor og debitor, lar det seg ikke gjöre å konstatere hvem det er som har tapt, og hvem det er som har vunnet på prisstigningen, uten at en går til en gransking av hver enkelts formuesforhold. En gransking av denne art vil være vanskelig å gjennomföre i praksis, og en mener at en ikke kan legge de enkelte individers status for og etter en prisstigning til grunn for verdifesting av fordringskapital.»

2) När det gäller frågan om hur den samhällsekonomiska stabiliteten påverkas av indexlånens förekomst synes man i och för sig mena, att fruktan för framtida penningvärdeförsämring kan leda till ett minskat sparande eller till att sparmedel placeras i former, som icke beröres av inflationen. Undanröjandet av dessa farhågor genom införandet av indexlån ses dock icke som en för det privata sparandets omfattning särskilt betydelsefull åtgärd. I stället kan ett statligt initiativ i indexlånefrågan av allmänheten uppfattas som ett uttryck för att de stabiliseringspolitiska problemen inte kan lösas. Det skulle därmed snarast förstärka prisstegringen. Man framhåller också hurusom de länder, där indexreglerade fordringar nått en större spridning, särskilt Finland, uppvisar en fortsatt inflationistisk utveckling.

3) Om privata låntagare uppträder på indexlånemarknaden, skulle företagens kapitalkostnader öka i det fall att den faktiska prisstegringen blev större än skillnaden mellan räntesatserna på index- och penninglån. I viss omfattning, beroende på den roll kapitalkostnaderna spelar i olika produktionsgrenar och om ökningar av dessa kan övervältras på konsumenterna, skulle således förekomsten av indexklausuler kunna ha en direkt höjande effekt på prisnivån.

1 Innstillning fra komitéen for utredning av verdifaste plasseringer av sparemidler m. v. (stencil).

4) Majoriteten har också en allmän motivering mot indexklausuler överhuvudtaget:

»Uansett den stabiliserende virkning indeksbindinger kan ha på forhandlinger om lönnsavtaler, vil en understreke at det ikke kan være gunstig å bringe oss i en situasjon hvor så å si alle forhold i samfunnsökonomien blir indeksregulert. Hvis dette skulle bli tilfelle, kan det bli en håplös oppgave å söke å opprettholde et stabilt prisnivå.»

Majoriteten har även undersökt huruvida indexreglerade placeringsmöjligheter i mer begränsad omfattning skulle kunna skapas. Man finner därvid, att banker och andra kapitalförvaltande institut knappast skulle kunna motta indexreglerad inlåning från allmänheten utan att i sin utlåning erhålla motsvarande villkor. Majoriteten bedömer det därvid som utsiktslöst att privata låntagare i tillräcklig utsträckning skulle acceptera indexlån med för spararna gynnsamma villkor. Inte heller vill man förorda en begränsad indexreglering av den statliga upplåningen. Av staten emitterade indexlån, som inte kunde omsättas och som begränsades till vissa placerargrupper, bör enligt majoritetens uppfattning inte praktiseras. Ett sådant system skulle medföra en omfattande och dyrbar kontrollapparat utan att ge märkbara samhällsekonomiska verkningar i utbyte. Det leder dessutom till stelhet på kreditmarknaden. Om endast vissa institutioner får rätt att inköpa de statliga indexobligationerna, kan dessa sålunda erhålla en monopolställning. Det sistnämnda kan tänkas leda till att det reses krav på utvidgning av systemet.

De två reservanterna, försäkringsdirektören R. Holmsen och departementsrådet A. Kringlebotten, betonar i sitt särskilda uttalande starkt det orättfärdiga och irrationella i den egendomsöverföring, som vid penningvärdeförsämring äger rum från låntagare till långivare. De menar därför »at hensynet til sparerne og behovet for lånekapital til finansiering av langsiktige investeringer gjör det nödvendig å etablere låneformer som gir kreditorerna en rimelig grad av beskyttelse mot eventuell fremtidig forringelse av pengeverdien».

De anför även några reflexioner angående orsaken till att indexreglerade låneavtal, trots den pågående inflationen och spararnas uppenbara behov av en annan ordning, inte i nämnvärd utsträckning kommit till stånd:

»Når indeksklausuler hittil ikke har vært brukt i nevneverdig grad i forbindelse med låneavtaler her i landet, skyldes dette i förste rekke at vårt kapitalmarked er sterkt tradisjonsbundet. Det har så å si vært selvsagt at låneavtaler skulle inngås i nominelle kroner. Når debitor fikk det pålydende belöp tilbake var avtalen oppfylt, uansett om endringer i pengeverdien forrykket den ökonomiske balanse mellom de to kontraktsparters interesser i avtalen. Sterke krefter har vært imot at man skal slå inn på nye veier som går på tvers av gammel tradisjon og praksis. Et viktig moment er at låntakerne ikke har noen interesse av å endre forholdet da de har fordel av inflasjonen, mens på den annen side sparerne, i motsetning til andre interessegrupper, ikke har hatt noen slagkraftig organisasjon til å ivareta sine interesser.»

En av de konsekvenser i samband med indexreglerade låneavtal, som kommitténs majoritet synes ha tillmätt en väsentlig betydelse, gällde indexklausulens verkningar på företagens kapitalkostnader. Reservanterna anför häremot:

»Det er på ingen måte sikkert at et indekslån vil bli dyrere for låntakeren enn et vanlig lån. Blir prisstigningen mindre enn ventet, kan indekslånet endog bli billigere enn et vanlig lån.

Den prinsipielle forskjell mellom vanlige lån og indekslån er at ved de förste

låses renten og kapitalen fast for hele lånetiden, mens vilkorene ved indekslån justeres etter de faktiske endringer i pengeverdien. Indekslån er derfor mer elastiske enn vanlige lån. Man risikerer ikke som ved vanlige lån at en av partene oppnår en utilsiktet gevinst på den annen parts bekostning, fordi pengeverdien i lånetiden endrer seg annerledes enn forutsatt ved lånets opptakelse. Indexlån gir ikke bare långiverne men også låntakerne en garanti mot at det reelle innhold av låneavtalen blir forrykket.

Indekslån skaper med andre ord større rettferdighet til begge sider. Samtidig motvirker de konjunktursvingningene ved å stimulere sparingen og bremse overinvestering under høykonjunktur.»

Reservanterna vill sålunda inte acceptera en av majoritetens grundläggande teser, att privata låntagare kommer att inta en starkt negativ attityd till indexlån. Inte heller finner de att argumenten mot ett statligt engagemang i indexlånefrågan är övertygande. Tvärtom bör statsmakterna såsom ansvariga för penningvärdeförsämringen vara de första att acceptera spararnas rätt till skydd mot inflationens verkningar. De avslutar sitt uttalande med följande hemställan:

»Hverken i teori eller i praksis kan man finne tilstrekkelige argumenter for at sparerne fortsatt skal behöve å finne seg i at en del av deres formue og inntekt gjennom inflasjon overföres till låntakerne. Vårt ökonomiske system er ikke avhengig av at en slig urett opprettholdes. Det er tvert imot meget som tyder på at et system med hel eller delvis indeksbinding av lange lån vil ha en gunstig virkning på den ökonomiske utvikling. Både rettferdighetshensyn og ökonomiske hensyn taler for at slike lån blir etablert og staten bör her gå i spissen.»

3. Värdesäkringsfrågans behandling i Sverige

3.1 Riksdagsmotioner år 1952

Den svenska diskussionen kring indexlån kan sägas ta sin början år 1952, då motioner väcktes i riksdagen om »en utredning rörande utgivandet av ett värdefast statligt obligationslån, varå teckningsrätt skulle tillfalla pensions- och livförsäkringsinstitutioner i avsikt att bereda pensioner och livförsäkringar upp till ett visst maximibelopp något skydd mot den värdeminskning som inflationen eljest medför».[1]

Motionärernas principiella motivering var följande:

»Inflationens orättvisor mot stora grupper av sparare, särskilt småsparare, som berövas en stor del av det i penningfordringar placerade sparandets realvärde, utgöra en allt större social olycka. Den drabbar stora grupper av människor med relativt låg levnadsstandard och avskräcker dem från den förtänksamhet och lust att själva såvitt möjligt trygga sin framtid, som samhället tvärtom har all anledning uppmuntra. Kravet att något göres för att minska dessa orättvisor och olägenheter, som följa i inflationens spår, växer därför i styrka. Efterkrigsårens erfarenheter synas bekräfta farhågorna, att den allmänna prisnivån på lång sikt kommer att ha en bestämt stigande tendens, även om priskurvans förlopp blir oregelbundet och perioder av snabb penningvärdeförsämring då och då avbrytas av perioder med relativ stabilitet.»

Man betonade vidare, att kravet på åtgärder för att minska inflationens konsekvenser för sparmedlens realvärde med särskild styrka kan riktas mot staten i dess egenskap av landets största låntagare. För statens del borde dylika åtgärder bestå i utgivandet av värdefasta obligationer. Motionärerna var dock icke beredda att utan reservationer förorda införandet av indexlån:

»Att emittera dem i stor skala och eventuellt i praktiskt taget obegränsad omfattning inom det statliga lånebehovets ram skulle emellertid få svåröverskådliga konsekvenser. Det är detta som på många

[1] Motion till 1952 års riksdag I:353 samt (likalydande) II:461. Bankoutskottets utl. nr 18.

håll framkallat en viss betänksamhet i fråga om tanken på sådana obligationer. Verkningarnas svåröverskådlighet motiverar utan tvivel en viss försiktighet vid tankens prövning i praktiken. Starka skäl tala sålunda för att statliga värdefasta obligationslån på detta stadium försäljas endast till vissa slag av institutioner. Man kunde till exempel göra en början genom att erbjuda pensions- och livförsäkringsinrättningar av olika slag möjlighet att köpa sådana obligationer i avsikt att göra det möjligt för dessa företag att bereda ett visst inflationsskydd åt pensioner samt livförsäkringar upp till ett visst maximerat belopp, som till en början finge sättas ganska lågt.»

Det var således en till omfattningen starkt begränsad indexlånemarknad, som föresvävade motionärerna. Inköpsrätten skulle förbehållas vissa kapitalförvaltande institut och förses med kvantitativa restriktioner. Några möjligheter till direkta placeringar i indexlån på en egentlig marknad förutsattes icke skola skapas. Observeras bör också frånvaron av de argument för indexlån, som i den samtida amerikanska debatten spelat en viss roll, nämligen införandet av indexlån i stabiliseringspolitiskt syfte. Ambitionen var att i viss omfattning och för vissa institutionella sparformer undanröja »inflationens orättvisor».

Bankoutskottet remitterade motionerna för yttrande till en rad på kreditmarknaden verksamma myndigheter och institutioner. De i utlåtande redovisade yttrandena är i övervägande grad negativa till tanken på utgivandet av statliga indexreglerade obligationer. Nedan återges några uttalanden, vilka återspeglar den allmänna uppfattningen bland remissinstanserna.

Fullmäktige i riksbanken anförde sålunda, att en allmän indexreglering av kreditavtal skulle skapa osäkerhet och ovisshet beträffande ingångna förbindelser och erbjuda stora svårigheter till en börshandel till realistiska kurser. Vidare måste man räkna med att ju större del av kreditmarknaden som indexreglerades, desto mindre skulle intresset bli för ett motstånd mot inflationen. Men man ställde sig även skeptisk till en indexreglering av begränsad omfattning. Frånsett att svårigheter måste uppstå att principiellt försvara och i praktiken genomföra en uppdelning av kreditmarknaden mellan indexreglerade och icke indexreglerade avtal, torde lätt krav på systemets utvidgning kunna uppstå. I sådant fall skulle »de ökade finansieringsbehoven och de kumulerade kompensationskraven från andra grupper... ytterligare späda på inflationen».

Fullmäktige i riksgäldskontoret anförde bl. a.:

»Om statsmakternas strävan att bevara penningvärdet krönes med framgång,... bortfaller automatiskt behovet av indexreglerade krediter. Här ligger alltså problemets kärnpunkt. För en penningpolitik, vars målsättning är en stabilisering av penningvärdet, måste det te sig motsägelsefullt att främja utgivningen av indexbundna statsobligationer, som ju skulle innebära ett underkännande av möjligheterna att genomföra en sådan politik.»

Svenska bankföreningen framhöll, att det skulle vara både oegentligt och störande för den normala obligationsmarknaden, om staten skulle klassificera sina förbindelser på så sätt, att vissa av dem gjordes okänsliga för penningvärdefluktuationer, medan andra och flertalet finge vidkännas inträffade värdeförsämringar. Staten bör honorera alla sina skulder lika. En annan princip skulle innebära en självuppgivelse med avseende på förmågan att upprätthålla penningvärdet, vilket skulle allvarligt rubba tilltron till staten som gäldenär. Detta medför å andra sidan, att staten måste göra allt som står i dess makt för att återbetalningen skall kunna ske i

samma myntvärde som upplåningen. Införandet av något slags indexklausul vore uppenbarligen ett otjänligt medel för vinnandet av detta mål.

Svenska försäkringsbolags riksförbund ansåg, att det för genomförandet av motionärernas förslag krävdes,

»att staten åtager sig både att utge och att i fortsättningen i erforderlig utsträckning tillhandahålla obligationer med bunden ränta och indexgaranti, guldklausul eller dylikt, samt dessutom förbinder sig att icke under några omständigheter upphäva dessa garantier eller klausuler, vilket med hänsyn till risken för krig och andra krissituationer torde få anses uteslutet. I fråga om tanken att inflationsskyddet skulle maximeras till pensions- och livförsäkringar upp till visst belopp, vill riksförbundet framhålla, att det rent principiellt skulle vara oriktigt med en dylik begränsning samt att en sådan skulle medföra ytterst besvärliga komplikationer i flera hänseenden».

Förbundet underströk vidare, att den ekonomiska politikens främsta mål måste vara att med alla till buds stående medel upprätthålla ett stabilt penningvärde. Förslaget om ett värdefast obligationslån kan knappast betraktas som ett led i dessa strävanden utan får snarare anses innebära ett accepterande av en fortgående penningvärdeförsämring. Förbundet ville för sin del bestämt ta avstånd från en dylik inställning.

Motionernas förslag om utredning blev föremål för ett direkt avstyrkande endast av riksbanksfullmäktige och Svenska bankföreningen. De övriga hade i princip intet att erinra mot en utredning av frågan, ehuru det från de flesta håll betonades, att denna borde gälla en indexreglering av sparandet över huvud och inte begränsas till försäkringssparandet.

Utskottet instämde i stort sett i de av remissinstanserna anförda principiella och praktiska betänkligheterna angående utgivandet av ett statligt värdefast obligationslån. I likhet med dessa ansåg utskottet dock att spörsmålet kunde vara förtjänt av ett närmare beaktande. Detta skulle dock kunna ske i samband med den 1951 påbörjade penningvärdesutredningen, varför utskottet avstyrkte motionen. Riksdagen biföll utskottets hemställan.[1]

3.2 Riksdagsmotioner år 1957

I motioner till 1957 års riksdag yrkades att riksdagen måtte hos Kungl. Maj:t anhålla om utredning »av frågan om på vad sätt på bankräkning insatt kapital skall kunna göras värdebeständigt». Motionärerna erinrar om det allmänt erkända behovet av ett ökat personligt sparande och påvisar hurusom penningvärdeförsämringen i kombination med rådande beskattningsregler berövar spararna en del av sparkapitalets realvärde. För det enskilda sparandet synes banksparandet ha den största betydelsen och de bästa förutsättningarna för vidareutveckling. Enda möjligheten att i tillräcklig omfattning stimulera sparandet är enligt motionen att göra sparkapitalet värdebeständigt. Man säger sig vara medveten om att problemet med värdesäkring av banksparande är synnerligen svårbemästrat. Tänkbart är dock att »från samhällets sida någon form av garanti för värdebeständigheten skapas». Frågan borde sålunda bli föremål för närmare utredning.

Motionen avslogs av bankoutskottet med hänvisning till att undersökningar av värdesäkringsfrågans lösning anförtrotts såväl stabiliseringsutredningen som 1957 års pensionskommitté. Riksdagen biföll utskottets hemställan.[2]

[1] Resultatet av penningvärdesutredningens arbete i värdesäkringsfrågan blev professor T. Palanders i avsnitt 1 omnämnda PM »Indexregleringar på lånemarknaden».

[2] Motioner likalydande till 1957 års riksdag I:139 och II:175. Bankoutskottets utl. nr 10.

Bankoutskottet remitterade före sitt ställningstagande motionerna för yttrande till ett flertal av kreditmarknadens institutioner. Av yttrandena, vilka i allmänhet betonade de med förslaget förenade praktiska svårigheterna och med vissa reservationer instämde i att frågan borde bli föremål för utredning, kan följande synpunkter av mera allmänt intresse återgivas.

Bank- och fondinspektionen anförde bl. a.:

»Ett värdebeständigt banksparande förutsätter ett häremot svarande arrangemang på utlåningssidan, så att eventuella indextillägg på de sparade medlen automatiskt kan finansieras. Detta innebär att banken måste i första hand finna en marknad för krediter, där låntagaren är villig att låta skuldens nominella belopp växa i takt med en eventuell penningvärdeförsämring. Vidare torde, både med hänsyn till att det sparande som här åsyftas enligt sakens natur bör vara tämligen stabilt, och av rent praktiska skäl böra förutsättas viss tidsbundenhet, sannolikt minst ett år, både för inlåningen och utlåningen. Av det sist anförda framgår att med nuvarande banklagstiftning affärsbankerna knappast torde kunna i nämnvärd omfattning medverka vid den förordade sparformen.»

Sparbanksinspektionen ansåg, att den i motionen föreslagna begränsningen till bankinlåningen skulle skapa svåra gränsdragningsproblem. Indexklausuler i sparbankernas in- och utlåning kunde knappast införas utan att motsvarande företeelse vinner insteg på kapitalmarknaden.

Svenska bankföreningen ifrågasatte den allmänna nyttan av det föreslagna systemet. Man framhöll hurusom en större spridning av indexklausuler skulle få olyckliga psykologiska verkningar och medverka till att intresset för penningvärdets stabilitet försvagas. Problemet måste vidare betraktas som tekniskt svårbemästrat. Indexreglering av inlåningsräkningar torde kräva, att även utlåningen måste indexregleras. Härav skulle betydande komplikationer följa.

»För de kreditbehövande företagen måste det te sig som en högst betydande nackdel att ej från början kunna överblicka vilka förpliktelser en lånetransaktion kommer att medföra. Därigenom undanryckes ju bland annat i stor utsträckning grundvalarna för bedömningen av t. ex. ett investeringsprojekts lönsamhet. Och för bankerna uppkommer motsvarande svårigheter när det gäller att avgöra i vad mån utsikter finnes, att låntagaren skall kunna fullgöra sin återbetalningsskyldighet.»

Bankföreningen avstyrkte motionerna.

Svenska sparbanksföreningen sade sig hysa tveksamhet angående förslagets genomförbarhet. Man fann det dock motiverat att en utredning av värdebeständighetsfrågan i allmänhet företogs.

De återgivna motionerna och deras behandling äger intresse närmast därför, att de är de enda förslag i värdesäkringsfrågan som direkt avsett införandet av indexklausuler i kreditinstituten. Övriga i riksdagen framförda yrkanden har gällt antingen önskvärdheten i allmänhet av indexlån på kapitalmarknaden eller utgivandet av statliga indexlån. Såsom framgått av det ovanstående, blev reaktionen inför förslaget från närmast berörda myndigheter och institut föga positiv.

3.3 Pensionsdebatten

Värdesäkringsfrågan erhöll förnyad aktualitet i samband med förarbetena till den allmänna tilläggspensioneringen (ATP). I det förslag till ett system för allmän tilläggspension, som utarbetades av allmänna pensionsberedningen och sedermera blev föremål för riksdagens beslut, ingick såsom en väsentlig be-

ståndsdel, att från systemet utgående pensioner samt i viss mån även intjänade pensionsrätter skulle vara värdebeständiga, dvs. regleras medelst konsumentprisindex. Detta krav på den nya pensionsordningens prestationer spelade en viss roll i diskussionen om valet av finansieringsteknik: huruvida tilläggspensionerna skulle finansieras genom en fördelnings- eller premiereservmetod. Indexlån ingick i förslaget om pensionsfrågans lösning på grundval av ett premiereservsystem såtillvida, att de betraktades såsom en möjlighet att till viss del värdesäkra premiereservfonden och utgående pensioner. Dels borde utgivandet av värdefasta obligationer underlättas, varvid staten skulle ta initiativet, dels borde pensionsinrättningarnas möjligheter att använda sig av indexbundna reverslån ökas. Här avsågs bl. a. de avgiftsbetalande företagens återlåning av premiemedel.[1]

Mera väsentligt var dock den allmänt ökade uppmärksamhet på det långsiktiga sparandets värdesäkringsproblem — och då framför allt sparande för ålderdomsförsörjning — som följde av värdesäkringsfrågans framträdande plats i pensionsdebatten. Införandet av en allmän pensionering, vars förmåner — i likhet med folkpensionerna — försågs med en köpkraftsgaranti, befarades sålunda på olika håll kunna få ogynnsamma verkningar för andra former av långsiktigt sparande, vilka inte kunde förses med dylik garanti. Samtidigt uppstod krav från företrädarna för redan existerande privata pensionsinrättningar med stora fonder av premiereservmedel att erhålla möjligheter till värdefasta placeringar av dessa medel för att skydda sina pensionstagare mot fortsatt penningvärdeförsämring.

Vid pensionsfrågans slutliga behandling inför 1959 års riksdag hemställde sålunda *Särskilda utskottet* i anslutning till i ämnet väckta motioner, att riksdagen måtte begära tillsättandet av en utredning om »åtgärder för att värdesäkra olika former av långsiktigt sparande och sådana försäkringar som kan vara av betydelse för ålderdoms-, invalid- och efterlevandeförsörjning». Angående behovet av en dylik utredning anförde utskottet följande:

»Beträffande frågan om *värdesäkringsåtgärder* vill utskottet understryka, att det är av central betydelse att pensionsförmåner, för pension sparat kapital och annat sparkapital behåller sitt reella värde. Om vid en penningvärdeförsämring pensionskapitalet förlorar i värde, får pensionärerna icke den standard som avsetts. Beträffande sparande i övrigt, bundet annorledes än i realvärden, gäller såsom självklart att en fortgående penningvärdeförsämring minskar allmänhetens benägenhet till sådant sparande och sålunda motverkar det förut berörda, av alla omfattade önskemålet om ett ökat sparande. Starka rättvisekrav talar också för att vidgade möjligheter äntligen skapas för spararna att skydda sitt sparkapital från sådan värdeförstöring som hittills drabbat både pensions- och annat sparande.

Det är med hänsyn till det anförda angeläget att man snarast till konkret behandling upptar frågan om värdesäkring av pensionskapital och annat långsiktigt sparande.»

Vid riksdagsbehandlingen av utskottets hemställan på denna punkt hade kamrarna skiljaktiga meningar och frågan återremitterades till utskottet. Efter jämkning i utskottet beslöt riksdagen i enlighet med utskottets hemställan att »med hänsyn till vikten av att konkreta åtgärder vidtages i sparfrämjande syfte och för att underlätta värdesäkring av långsiktigt sparande» hos Kungl. Maj:t anhålla om att »erforder-

[1] Se allmänna pensionsberedningens betänkande »Förbättrad pensionering», SOU 1957: 7 sid. 124 samt Särskilda utskottets utl. nr 1 år 1958 sid. 102.

liga utredningar härför skyndsamt genomföres».[1]

3.4 Framställning från livförsäkringsbolagen

I maj 1959 överlämnade Svenska Livförsäkringsbolags Förening till Konungen ett omfattande utredningsmaterial rörande dels önskemål om vissa lagändringar i syfte att åstadkomma ökade möjligheter till placering av försäkringsmedel i realvärden dels behovet av att det långsiktiga sparandet beredes möjlighet till värdesäkring genom värdefasta låneformer. Föreningen hemställde att de för utredning av värdesäkringsfrågorna ansvariga statliga kommittéerna måtte anbefallas att under beaktande av de av föreningen framförda synpunkterna skyndsamt slutföra sina utredningsuppdrag.

I inlagan anförde föreningen följande beträffande sina principiella synpunkter på värdesäkringsfrågan och dess problematik:

»Penningvärdeförsämring medför att realvärdet av i penningar uttryckta fordringar och skulder sjunker. Härigenom uppstår en överflyttning av förmögenhet från långivare till låntagare. Till den förra gruppen hör framförallt de många småsparar na, som placerar besparingar i livförsäkringar, sparbanks- och bankinsättningar. Dessa småsparare ävensom pensionärer och personer, som åtnjuter skadelivränta och dylikt, drabbas hårt av inflationen. Till låntagargruppen hör i betydande utsträckning större förmögenhetsägare, vilka har möjlighet att placera sina tillgångar i belånat realkapital, ävensom staten och kommunerna. De som har den största fördelen av inflationen är följaktligen de som på en gång är ägare av realkapital och har stora skulder.

Räntesättningen har under en avsevärd del av efterkrigstiden varit sådan att räntan ej kunnat kompensera penningvärdeförsämringen, varför den reala förräntningen varit negativ. Redan år 1952 gav livförsäkringsbolagen gemensamt i en skrivelse till Kungl. Maj:t uttryck för sin uppfattning i hithörande frågor. Skrivelsen utmynnade i en hemställan om att effektiva åtgärder för att hejda inflationen måtte vidtagas utan dröjsmål och sålunda icke uppskjutas i avvaktan på resultaten av de inom 1951 års penningvärdeundersökning pågående utredningarna angående möjligheterna att bevara ett stabilt penningvärde i ett samhälle med full sysselsättning.

Utvecklingen av penningvärdet är av naturliga skäl alldeles särskilt betydelsefull för ett långsiktigt sparande sådant som livförsäkringssparandet. Detta har därför alltmer påverkats av penningvärdets försämring. Om man bortser från pensionsförsäkringarna, som i olika avseenden intar en särställning, kan man under de senaste åren konstatera en markant förskjutning mot mera riskbetonade försäkringar. En ökad försäljning av riskförsäkringar har helt naturligt på olika sätt stimulerats av bolagen såsom ett led i deras strävanden att åstadkomma ett förbättrat dödsfallsskydd. Den ökade försäljningen under senare år har dock i hög grad skett på de sparbetonade försäkringarnas bekostnad, varvid enligt en samstämmig erfarenhet allmänhetens bristande förtroende för penningvärdet varit en viktig orsaksfaktor. Denna misstro har helt naturligt bidragit till att driva över försäljningen till försäkringsformer, där premien i huvudsak täcker den aktuella risken och där allmänheten ej behöver befara att få tillbaka sämre pengar än den betalar in.

En annan ännu mera betänklig företeelse, som bör observeras i detta sammanhang, är den ökade frekvensen av återköp av tidigare tecknade livförsäkringar, vilken också till väsentlig del torde vara en följd av det bristande förtroendet för penningvär-

[1] Särskilda utskottets utl. 1959 nr 1, särskilt sid. 102 f, samt utskottets memorial nr 2. Riksdagens skrivelse 1959:269. Se även likalydande motionerna I:433 och II:523 till samma års riksdag. Genom denna riksdagens anhållan bifölls — ehuru med någon fördröjning — motioner i samma syfte såväl till 1958 som 1959 års riksdag, vilka i enlighet med bankoutskottets hemställan och med hänvisning till pågående utredningar avslagits av riksdagen. Se motionerna till 1958 års B-riksdag I:182, 183 samt II:235 och 245, bankoutskottets utl. nr 7; motionerna till 1959 års riksdag I:309 och II:376, bankoutskottets utl. nr 5.

det. Utbetalningar på grund av vanliga återköp under åren 1954—1958 rör sig om storleksordningen 40, 50, 65, 90 och 115 miljoner kronor.

Den hittillsvarande försämringen av penningvärdet och farhågorna beträffande den fortsatta utvecklingen utgör sålunda på livförsäkringens område en betydande störningsfaktor, vilken pressar ned livförsäkringssparandet till en lägre nivå än som eljest kunde uppnås. Denna effekt uppträder alldeles oavsett om farhågorna för en fortsatt penningvärdeförsämring är berättigade eller icke. Livförsäkringsverksamhetens företrädare kan emellertid icke annat än dela dessa farhågor.

Tid efter annan har klagomål från försäkringssparares sida framförts över att livförsäkringsbolagen icke kunnat lämna helt eller delvis värdefasta förmåner. Att så icke kunnat ske har berott på, att bolagen ej haft tillräckliga möjligheter att verkställa placeringar i värdehandlingar, där låntagarnas prestationer är i någon form helt eller delvis värdefasta. — Det må framhållas, att det totala uppsamlade livförsäkringskapitalet uppgår till cirka 11 miljarder kronor och att dessa medel utlånats av försäkringsbolagen i runda tal sålunda, att stat och kommun fått 4 miljarder, bostadsbyggandet likaledes 4 miljarder samt näringslivet närmare 3 miljarder kronor. — Värdefasta placeringsformer har fått stor utbredning i Finland och har även vunnit insteg i andra länder. Hithörande frågor har i vårt land underkastats teoretisk analys av professor Tord Palander, först i en på uppdrag av finansdepartementet och livförsäkringsbolagen utarbetad promemoria och sedan — mera ingående — i det år 1957 i Livförsäkringsbolagens Samhällsekonomiska Nämnds skriftserie utgivna verket »Värdebeständighet, ett problem vid sparande, livförsäkringar och pensioner».

— — —

Erfarenheterna från den långa perioden av fallande penningvärde visar, att särskilda åtgärder för att säkerställa penningsparandet (framförallt det långsiktiga sparandet) är nödvändiga. Det långsiktiga sparandets beroende av penningvärdet måste på ett eller annat sätt brytas.

Riksdagsbeslutet rörande tilläggspensionen aktualiserar starkt dessa krav. Utfästelsen om värdefasta pensionsförmåner icke enbart i folkpensionen utan nu också i tilläggspensionen torde sålunda utan tvivel komma att öka allmänhetens befogade anspråk på värdesäkring av livförsäkringssparandet liksom av annat långsiktigt sparande.

Vårt lands möjligheter att upprätthålla ett blomstrande näringsliv förutsätter oundgängligen, att näringslivet tillföres erforderligt kapital för investeringar. Från näringslivets egen sida har flerfaldiga gånger på senare tid, senast vid Sveriges Industriförbunds årsmöte 1959, med eftertryck framhållits behovet av ökad tillgång till investeringsmedel. Därvid har såsom lämpliga och önskvärda åtgärder för tillgodoseendet av sådana behov pekats på behovet av en friare kapitalmarknad genom rätt för industrin att emittera obligationslån och genom återgång för försäkringsbolagen till de lagstadgade möjligheterna att låna ut medel till näringslivet utan dirigering från riksbankens sida. Genom motioner i riksdagen vid flera tillfällen under senare år har även understrukits behovet av att såväl hantverk och småindustri som jordbruksnäringen beredes vidgade långfristiga lånemöjligheter. Nya kreditinstitut har planerats eller redan kommit till i syfte att söka tillgodose sådana lånebehov, varvid dessa institut uppgivit sig ämna i sin tur söka upplåna medel från försäkringsbolagen.

Nysparandet inom individuell livförsäkring är sedan några år tillbaka statt på tillbakagång. Detta måste även märkbart påverka möjligheterna att genomföra den väntade enorma statsupplåningen. Om denna kommer att ske genom långtidsbundna lån med fast ränta, kan på grund av hotande inflation resultatet bli nya förluster för dem, vilkas sparmedel placeras i sådana värdehandlingar.

Föreningen anser det därför vara en lika självklar moralisk skyldighet gentemot de enskilda medborgarna som en ekonomisk nödvändighet för samhället att statsmakterna medverkar till värdesäkringsåtgärder för det frivilliga långsiktiga sparandet. Sådana åtgärder skulle på en gång bli en värdefull stimulans åt ökat sådant sparande och en betydelsefull faktor i kampen mot fortsatt penningvärdeförsämring. Det förtjänar starkt understrykas, att livförsäkringsbolagen i sina strävanden att värdesäkra de av bolagen förvaltade sparmedlen är företrädare för miljoner småspara-

re, av vilka flertalet torde sakna möjligheter att placera motsvarande sparmedel i realvärden.»

3.5 Riksdagsmotioner åren 1960—1961

Såväl vid 1960 som 1961 års riksdag framlades motioner med yrkande om utgivande av ett värdefast statligt obligationslån. Bankoutskottet avstyrkte i båda fallen motionerna med hänvisning till det pågående utredningsarbetet. Riksdagen biföll dessa utskottets hemställanden.[1]

Ur motionerna till 1961 års riksdag må följande citeras till belysning av motionärernas huvudmotivering för sitt förslag:

»Knappheten på sparmedel som står till förfogande för långsiktiga placeringar har blivit alltmera utpräglad och resulterat i regleringsåtgärder på kapitalmarknaden, vilka kan befaras på sikt verka bromsande på produktionens ökning och näringslivets expansionstakt och konkurrensförmåga. Betecknande är att de långfristiga lån som staten upptagit har kunnat komma till stånd endast till priset av en relativt hög räntesats och vad gäller 'Spar 60' med hjälp av en betydande propagandaapparat.

Strävandena efter långsiktigt värdesäkra placeringsmöjligheter har även visat sig däri att det långsiktigt placeringsvilliga sparandet i för den svenska marknaden påfrestande omfattning inriktat sig på aktieköp. S. k. aktiesparklubbar jämte andra former för att möjliggöra för småsparare att placera besparingarna i aktier har viss betydelse i sammanhanget. Trots de risker som alltid är inneslutna i aktieplaceringar har uppenbarligen sparare föredragit att ta dessa risker jämsides med en mestadels låg reell avkastning på insatt kapital i förhoppning att därigenom någorlunda värdesäkra sina besparingar.

— — —

Eftersom försäljning av statsobligationer är en prisfråga, dvs. obligationernas räntesats tillsammans med övriga villkor måste vara sådana att papperen blir attraktiva, kan man utgå ifrån att en på lämpligt sätt utformad värdesäkringsklausul skulle medföra att räntesatsen kan sättas avsevärt lägre än vad som varit fallet vid de under senare tid emitterade obligationslånen. En realränta av storleksordningen 3,5 proc. torde f. n. med tanke på dels den genomsnittliga reella avkastningen av alternativa någorlunda värdesäkra placeringar, dels avkastningen på vanliga obligationer utan indexklausul vara tillräcklig.»

1 Motionerna till 1960 års riksdag I:434 och II:543, bankoutskottets utl. nr 20; till 1961 års riksdag I:261 och II:220, bankoutskottets utl. nr 26.

KAPITEL 2

Penningvärderisker vid låneavtal

1. Riskteoretiska problem

Den renodlade penningvärderisken vid penninglån härrör ur osäkerheten angående de framtida prestationernas realvärde. Detta kan också uttryckas så, att osäkerhet råder om de i penninglån placerade tillgångarnas *reala avkastning*. Det enkla sambandet råder därvid, att lånets nominala och reala avkastning åtskiljes av ett tal, som approximativt motsvarar genomsnittet av den under avtalsperioden inträffade årliga prisstegringen i procent. Ett penninglån, som avtalats till en årlig räntesats av 5 %, får sålunda en real räntesats av 2 %, om prisnivån under lånets löptid stigit med i genomsnitt 3 % per år. Ett mått på risktagandet i samband med penninglån blir därmed osäkerheten angående prisnivåns genomsnittliga förändringstakt under avtalsperioden, eller annorlunda uttryckt *spridningen* av subjektens *förväntningar* angående storlek och riktning av de framtida prisnivåförändringarna.

1.1 Penninglån ur värdesäkringssynpunkt

Om fullständig visshet rådde beträffande penningvärdets framtida utveckling, skulle varje avtalad nominal räntesats motsvaras av en given real avkastning, där skillnaden mellan dessa storheter motsvarades av den sålunda givna takten hos prisnivåns förändringar. Ett dylikt antagande om fullständig säkerhet torde inte kunna betraktas som realistiskt. Det pekar dock på den omständigheten, att om föga osäkerhet råder om den framtida prisutvecklingen kan penninglåneavtalen ses såsom reala kontrakt i den meningen, att det för parterna relevanta avkastningsmåttet utgöres av den reala räntesatsen. Den vid varje tidpunkt rådande räntenivån skulle därmed bestå av dels långivarens kompensation för den förväntade penningvärdeförsämringen dels den i reala termer avtalade ersättningen till långivaren. Om det existerade en allmän och säker konvention angående den framtida prisnivåutvecklingen, skulle sålunda redan penninglån innehålla en tillräcklig värdegaranti.[1]

Upprätthållandet av ett stabilt penningvärde utgör ett ekonomiskt-politiskt mål med hög prioritet. Även om erfarenheten givit belägg för svårigheterna att realisera detta mål, måste

[1] I diskussionen kring värdefasta placeringar anföres ofta aktier såsom en i förhållande till penninglån värdesäker tillgång. Vad man då i första hand synes ha i åtanke är den i allmänhet vida högre reala avkastning, som aktier i allmänhet ger. Såsom framgår av kap. 3.6 kan dock den reala avkastningen på aktier vara avsevärt svårare att förutsäga än motsvarande avkastning på placeringar i nominala kontrakt. Om begreppet »värdesäker placering» här i stället avser graden av osäkerhet beträffande den reala avkastningens storlek och inte dennas nivå, skulle därmed under vissa förutsättningar penninglån utgöra en mera värdesäker placering än aktier.

Tabell 2:1. Prisstegringstakt och realvärdeutveckling.

Prisnivåförändringar/år	Realvärde i procent av det genomsnittliga förväntningsvärdet efter			
	5 år	10 år	20 år	30 år
— 1 %	116	134	181	243
0	110	122	149	181
+ 1 %	105	110	122	135
+ 2 %	100	100	100	100
+ 3 %	95	90	82	74
+ 4 %	90	82	67	55
+ 5 %	86	74	54	40

dock vetskapen om den ekonomiska politikens ambition att motverka förändringar av prisnivån sätta vissa gränser för allmänhetens osäkerhet angående penningvärdets framtida utveckling. Om man från bedömningen undantar sådana ekonomiska eller politiska kriser av större varaktighet, där samhällsekonomin över huvud utsättes för svåra påfrestningar, bör således huvuddelen av de alternativ för prisnivåns framtida förändringar på längre sikt, som av allmänheten uppfattas som *möjliga*, ligga inom ett begränsat intervall. Den framskjutna ställning, som målen full sysselsättning och en expanderande ekonomi numera erhållit, gör det dessutom troligt att allmänheten med utgångspunkt från erfarenheterna av penningvärdets långsiktiga utveckling uppfattar ett fallande penningvärde som det mest *sannolika*.[1]

Den på olika sätt begränsade osäkerheten angående såväl takten i prisnivåutvecklingen som dess riktning innebär å andra sidan ej, att finansiella placeringar med en nominal garanti (dvs. penninglån) skulle vara befriade från varje slag av risktagande beträffande tillgångarnas framtida realvärde. Det väsentliga är därvid, att redan en ganska måttlig osäkerhet angående den framtida penningvärdeutvecklingen får betydande konsekvenser för den reala förmögenhetssituationen, så snart det gäller en längre tidrymd.

Förväntningsspridning

Innebörden av detta resonemang kan illustreras på följande sätt. Ett förväntningskomplex, som innebär att en årlig prisnivåstegring med 2 % bedömes såsom mest sannolik men där en prisstegring upp till 5 % liksom ett prisfall med 1 % per år också är möjlig, medför en betydande osäkerhet angående tillgångarnas realvärde efter en längre tid. Sammanställningen i tab. 2:1 visar utvecklingen av ett penninglåns reala värde (med en godtycklig nominal avkastning) vid olika alternativ för prisnivåns årliga stegringstakt inom de ovan angivna gränserna. Realvärdet uttryckes i procent av lånets realvärde vid den ovan såsom »mest sannolika» betecknade prisnivåutvecklingen, dvs. en årlig prisstegring med 2 %.

En egenskap hos prisnivåns utveckling, som i detta sammanhang måste tillmätas väsentlig betydelse, är dess tendens att fluktuera över tiden. Framför allt åsyftas därmed de vid olika

[1] Ett uttryck för hur begreppet stabilt penningvärde likställes med en penningvärdeförsämring inom vissa såsom rimliga bedömda gränser ges i stabiliseringsutredningens betänkande *Mål och medel i stabiliseringspolitiken*, SOU 1961:42. Se nedan kap. 4.1.

tillfällen återkommande ekonomiska och politiska kriser, vilka i allmänhet sammanfallit med starka inflations- eller deflationsprocesser. För prisnivåns utvecklingstakt över en längre period blir förekomsten resp. frånvaron av dylika kriser synnerligen märkbar. Såsom exempel kan väljas konsumtionsprisernas utveckling i Sverige under perioden 1949 t. o. m. 1962. Index steg härunder med 72 %, vilket motsvarar en stegringstakt per år med i genomsnitt 4,3 %. En väsentlig del av prisstegringen var dock koncentrerad till den s. k. Koreakrisen, då pristalet under åren 1951 och 1952 steg med ca 24 %, medan stegringen december 1952 t. o. m. december 1962 var drygt 34 %, dvs. endast ca 3,0 % per år.

Även om det inte behöver råda någon större spridning av förväntningarna angående den »normala» prisnivåutvecklingen, existerar dock alltid ovissheten om framtiden skall komma att innehålla någon extraordinär ekonomisk påfrestning. Det måste i allmänhet vara mycket svårt att bilda sig en uppfattning om den ekonomiska utvecklingens innehåll i detta avseende. Om man som ett av de väsentligaste syftemålen med införandet av värdesäkra lån betraktar eliminerandet av »icke förväntade» förmögenhetsförskjutningar vid låneavtal, kan man därmed i första hand avse de förändringar av penningvärdet som inträffar i samband med ekonomiska kristillstånd. Till hithörande frågeställningar finns det dock anledning att i olika sammanhang återkomma.

1.2 Begreppet risk

I detta och följande avsnitt kommer uttrycket »risk» att användas såsom synonymt med »osäkerhet». En del av risktagandet vid penninglån antas sålunda ha ett direkt samband med den osäkerhet om finansiella tillgångars reala avkastning, som följer av den grundläggande ovissheten om penningvärdets framtida utveckling. I tabell 2:1 gavs ett exempel på konsekvenserna av denna osäkerhet för en tillgångs realvärde vid olika utfall för prisutvecklingen. Om penninglån ger en effektiv *nominal* avkastning av 5 %, skulle en placerare med det i tabellen återgivna förväntningskomplexet vara osäker om huruvida den *reala* avkastningen blir 6, 5, 4, 3, 2, 1 eller 0 %.

Med utgångspunkt från att det dels existerar vissa erfarenheter av prisnivåutvecklingen i förfluten tid dels är möjligt att bilda sig en uppfattning om de faktorer som påverkar takten i penningvärdeförsämringen, borde dock osäkerheten inte vara total i den meningen, att alla utfallen betraktas som lika sannolika. De flesta människor bör sålunda ha en benägenhet att gradera de möjliga utfallen efter graden av sannolikhet för att de skall inträffa, varvid ett eller flera värden för den årliga prisstegringstakten betraktas som mera sannolika än andra.

Sannolikhetsfördelningar

I teoretiska framställningar brukar detta uttryckas så, att bedömningen av de möjliga utfallen sker i ett förväntningskomplex, som har formen av en sannolikhetsfördelning. Denna kan ha olika utseenden, beroende på var tyngdpunkten i förväntningarna ligger, dvs. vilket eller vilka utfall som betraktas som »mest sannolika», men också på den vikt som tillmätes möjliga avvikelser från det mest sannolika värdet.

Nedan ges två exempel på dylika sannolikhetsfördelningar:

Årlig procentuell prisstegring	—1	0	1	2	3	4	5
Grad av sannolikhet, %							
Exempel 1	5	10	15	40	15	10	5
Exempel 2	0	5	10	40	25	15	5

I båda fördelningarna är den mest sannolika prisstegringstakten 2 %. De åtskiljes i det avseendet, att den första fördelningen är symmetrisk, dvs. avvikelser uppåt och nedåt från det mest sannolika värdet bedömes som lika troliga, medan i den andra fördelningen avvikelser uppåt, dvs. en starkare inflation, uppfattas som avsevärt mera troliga än avvikelser nedåt. En fallande prisnivå är sålunda i detta fall helt osannolik. En individ med ett förväntningskomplex, som liknar det i exempel 2 angivna, har avsevärt mer »inflationistiska» förväntningar än en individ med en sannolikhetsbedömning enligt exempel 1 trots att deras uppfattning om den mest troliga prisstegringstakten överensstämmer.

Ett mått på konsekvenserna av olikheter i uppfattningen om den framtida penningvärdeutvecklingen erhålles i det *förväntade värdet,* som helt enkelt är fördelningarnas medelvärde, dvs. de olika möjliga prisstegringstalen sammanvägda med sannolikhetstalen som vikter. I exempel 1 sammanfaller det mest sannolika och det förväntade värdet, dvs. en årlig prisstegring av 2 %, vilket gäller allmänt för symmetriska fördelningar av detta slag. I exempel 2 blir medelvärdet däremot 2,5 %.

Det finns i olika sammanhang anledning att återkomma till förväntningarnas betydelse för kreditmarknadsparternas attityder till penning- och indexlån. Avsikten med det föregående är i första hand att klargöra skillnaden mellan de båda begreppen »mest sannolik» och »förväntad» prisstegring. Av speciellt intresse för penning- och indexlåns riskegenskaper är, såsom senare skall visas, graden av »snedhet» i sannolikhetsfördelningen.

Det risktagande, som uppstår vid penninglån, är att denna låneform kan ge en real avkastning, som både över- och understiger det förväntade värdet. Det betyder, att penninglån kan medföra både vinster och förluster i förhållande till den väntade reala avkastningen. Klarast framgår detta spekulativa moment vid en jämförelse med indexlån. Om den (säkra) reala avkastningen på ett indexlån utgör 3 % och den förväntade prisnivåstegringen är 3 %, kommer ett penninglån med en nominal avkastning på 6 % att i förhållande till indexlån ge en högre real avkastning om prisstegringen understiger 3 %, medan avkastningen blir lägre om prisstegringen överstiger 3 % per år.

Riskaversion

Det kan givetvis ifrågasättas, om det överensstämmer med allmänt språkbruk att sammanfatta möjligheter till vinster och förluster i begreppet risk. Snarare brukar man tala om vinstchanser och förlustrisker. Valet av terminologi hänger dock intimt samman med det förhållandet, att begreppet risk inte kan förbehållas förlustsituationerna utan att man i varje enskilt fall definierar även begreppet förlust. Och det senare uttrycket kan, såsom framgår av avsnitt 3, ges en mångtydig innebörd.

Den bakomliggande hypotesen är att det föreligger en viss brist på symmetri i värderingen av förlust- resp. vinstmöjligheter. Människor skulle således i allmänhet ha en benägenhet att inför ett handlingsalternativ, som innebär möjligheter till både vinster och förluster (i form av avvikelser från det förväntade värdet), se förlustmöjligheten som en negativ egenskap av större vikt än den positiva egenskap hos handlingsalternativet, som en vinstmöjlighet av samma storleksordning innebär. Denna asymmetri i värderingen av förlust- och vinstmöjligheter brukar betecknas som *riskaversion.*

Ett uttryck för människors aversion

mot risktagande är — uppenbart nog — förekomsten av försäkringsföretag. Det intressanta är därvid, att i en rad fall, främst på sakförsäkringens område, den enskilde individens förlustrisk är så liten, att förlustmöjligheten korrekt värderad borde understiga försäkringskostnaden. Detta kan tolkas som en övervärdering av förluster, varvid det karaktäristiska är att förlusten har en för individen mycket kännbar effekt, om den inträffar samtidigt som sannolikheten för att den skall inträffa är mycket liten.

Riskpreferens

Samtidigt bör det dock erinras om att man ur verkligheten kan hämta exempel på att människorna har en tendens att övervärdera även de mycket stora vinsterna med låg sannolikhet. I de flesta spel och lotterier, vari en större allmänhet deltar — i regel samma människor som upptar försäkringar — torde således vinstmöjligheten i en korrekt värdering vara avsevärt mindre än spelavgiften.

Att så är fallet tycks strida mot de vanliga antagandena om rationellt handlande. Å ena sidan behöver det dock endast innebära, att individerna är villiga att betala för den spänning eller miljö som är förknippad med spelet eller lotteriet. Å andra sidan kan det också finnas individer, som har en viss förkärlek för risktagande, dvs. de föredrar en stor spridning i förväntan, som innebär både stora vinst- och förlustrisker. Ett visst utrymme för riskpreferens måste således finnas, även om den dominerande egenskapen skulle vara aversion mot risktagande i allmänhet.

Det skulle sålunda kunna hävdas, att förmögenhetsplacerare i allmänhet skulle vara benägna att acceptera räntesatser på indexlån, som är lägre än vad den förväntade reala avkastningen på motsvarande penninglåneformer i och för sig borde föranleda. Effekten på prisbildningen härav beror på graden av den penningvärdeosäkerhet som råder hos allmänheten.

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 väl differentierade aktieportföljer. (Ang. aktiens egen-

skaper ur värdesäkringssynpunkt, se kap. 3.5.)

Enligt uppgifter, som inhämtats ur 1957 års sparundersökning, skulle de svenska hushållens sammanlagda tillgångar (brutto) i slutet av 1957 uppgå till omkring 100 miljarder kronor (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 kronor. 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.

2.1 Hushållens långsiktiga sparande

Ett genomgående tema i indexlånedebatten är, att behov av värdesäkra placeringsformer framför allt föreligger för det *långsiktiga* sparandet. En dylik uppfattning kan baseras dels på antagandet, att osäkerheten om den framtida penningvärdeutvecklingen rimligen bör växa med längden av det tidsperspektiv som anlägges, dels på det förhållandet, att konsekvenserna av denna osäkerhet, mätt i möjliga variationer av tillgångarnas realvärde, blir desto kännbarare ju längre tid som förflyter (vilket illustrerades i tabell 2:1). Det senare argumentet kan också uttryckas så, att avkastningens höjd spelar den största rollen för förmögenhetssituationen när sparandet ingår i hushållens finansieringsplan över en längre period.

Om man som kriterium på sparandets långsiktighet använder kontraktets formella löptid och tillgångens egenskap att inte utan förlustrisker kunna omsättas i likvida medel, aktualiseras placeringsformer av typen långfristiga obligationer och andra liknande värdepapper med bunden ränta samt liv- och pensionsförsäkringar. (De ur avkastningssynpunkt i allmänhet ofördelaktiga återköpsreglerna för livförsäkringar — varvid är att märka att pensionsförsäkringar inte kan återköpas — torde göra, att i synnerhet dessa placeringsformer uppfyller kravet på »långsiktigt» sparande.) Ett sätt att söka bilda sig en uppfattning om det faktiskt föreliggande behovet av värdesäkra placeringsformer skulle därför vara att med utgångspunkt från de ovan givna kriterierna undersöka förekomsten av långsiktiga placeringar bland hushållens tillgångar. I tabell 2:2 återges därför hushållens finansiella tillgångar den 31 december 1957, sådana de beräknats i konjunkturinstitutets undersökning av hushållens sparande.

Av tabellen framgår, att obligationer (varav en väsentlig del torde utgöras av premieobligationer) och tillgångar i form av livförsäkringssparande, vilka i tabellen betecknats försäkringsfonder, tillsammans uppgår till endast drygt en femtedel av hushållens totala tillgångar. Den kvantitativt mest betydande tillgångsposten utgöres av banktillgodohavanden, medan aktier med deras karaktär av realtillgång utgör nära en fjärdedel av de totala tillgångarna. Å andra sidan kan det givetvis bland de övriga tillgångsposterna ingå fordringar, som uppfyller de ovan angivna kraven på »långsiktiga» placeringar. Särskilt bör uppmärksammas posten an-

Tabell 2:2. Hushållens tillgångar och skulder den 31/12 1957 samt förändringar i finansiella tillgångar och skulder under år 1957. Milj. kr.
(Källa: Hushållens sparande år 1957. Konjunkturinstitutets meddelande B:31.)

Finansiella tillgångar	Ultimo 1957	Förändring under år 1957
Postgiro	180	40
Banktillgodohavanden	15 621	1 064
Obligationer	1 545	45
Aktier	8 914	295[1]
Andelar i handelsbolag och ekon. fören.	2 128	143
Kundfordringar och andra fordringar på enskilda företag	2 936	202
Försäkringsfonder	6 971	702
Summa	*38 295*	*2 491*
Skulder		
Egnahemslån	9 682	556
Andra fastighetslån	3 661	103
Företags- och jordbruksskulder	9 318	594
Avbetalningslån	497	74
Övriga bankskulder	999	9
Skulder till privata och företag	1 508	186
Skatteskulder	543	0
Summa	*26 208*	*1 522*
Realtillgångar		
Egna hem	25 940	
Sommarstugor	2 879	1 646[2]
Andra fastigheter	9 963	
Jordbruk	23 313	
Andra personliga företag	9 966	1 708[2]
Summa	*72 061*	*3 354*

[1] Utan avdrag för kursförändringar.
[2] Utan avdrag för avskrivningar.

delar i ekonomiska föreningar, vari ingår även sådana tillgångar, vilka utgör i bostadsrättsförening insatta medel för innehav av föreningen tillhörig lägenhet. För ett växande antal hushåll torde tillgångar av detta slag både utgöra en väsentlig del av deras förmögenhet och samtidigt vara en i realiteten på lång sikt bunden fordran.

Placeringsvanorna

Kravet på långfristigt bundna placeringar kan dock inte göras till ett exklusivt villkor för att det skall vara fråga om ett långsiktigt sparande. Det torde sålunda vara en allmän uppfattning, att även de formellt kortfristiga placeringar, som sker främst i form av inlåning i bankinstituten, innehåller väsentliga moment av långsiktigt sparande. De ingår sålunda i hushållens planering av deras förmögenhets- och inkomstsituation på längre sikt. Det synes därför inte vara möjligt att på grundval av hushållens institutionella placeringsvanor fälla något omdöme om deras behov av skydd mot penningvärderisker. Det bör därvid betonas, att dessa placeringsvanor till en del *kan* vara ett uttryck för en motvilja mot förvärv av långsiktigt bundna fordringar till följd av osäkerheten om dessa tillgångars framtida realvärde. Detta problem, som nära ansluter till frågan om penningvärdeosäkerhetens betydelse för allmänhetens sparbenägenhet, blir föremål för behandling i annat sammanhang (kap. 4.3).

Enligt tabellen svarade tillgångar i försäkringsfonder och banker för närmare 60 % av hushållens totala finansiella tillgångar. Av särskilt intresse är att notera de förändringar som ägde rum under år 1957, varvid placeringar i banktillgodohavanden och ökning av försäkringsfonder utgör drygt 70 % av ökningen i de finansiella tillgångarna.

2.2 Allmänna tjänstepensionen och hushållens realtillgångar

Genom tillkomsten av den allmänna tjänstepensioneringen har bilden av hushållens långsiktiga sparande i väsentliga delar ändrats. Det ligger utanför denna framställnings ram att behandla frågan om ATP-systemets partiella eller totala verkningar på konsumtionsefterfrågan och kreditutbud men några punkter av betydelse i värdesäkringssammanhang skall dock tas upp.

Viktigast är därvid att ATP-systemet ger hushållen en värdesäker omfördelning av konsumtionen från den förvärvsverksamma perioden till pensionsåren. Detta har åstadkommits genom ett fördelningssystem, vari under året utbetalade pensioner också i princip skall täckas med avgifter, erlagda av de förvärvsarbetande under samma år.

Vissa beräkningar antyder, att den reala avkastningen av individens »placering» i ATP-systemet blir positiv. Det måste dock understrykas, att svårigheter föreligger att utföra meningsfulla beräkningar av värdet av en enskild individs tillgångar inom ATP, dvs. en beräkning av ett nuvärde av de förmåner, som hittills erhållna inkomster berättigar till. Dessutom är dessa tillgångar i det närmaste helt illikvida, då tidpunkten för utbetalning endast i mycket liten utsträckning kan påverkas av individen.

Ett ATP-system i fullfunktionsstadiet torde innebära en sådan omfattande omfördelning av individuella inkomster till pensionsåldern, att ett vidgat intresse måste riktas mot värdesäkra kompletteringsförsäkringar, som i första hand ger möjlighet till en mer individualiserad och också mindre illikvid omfördelning av inkomster och konsumtion i tiden.

Även om ATP-systemet innebär, att stora delar av det långsiktiga sparandet värdesäkras, löses inte värdesäkringsproblemet för det mera kortsiktiga sparandet. Dessutom kan kraven på värdesäkra pensionsmöjligheter skärpas från de grupper, som står utanför fördelningssystemet. Den genomgripande förändring, som ett omfattande värdesäkert pensionssystem innebär, kan också öka behovet och värdet av värdesäkring av olika former av kompletteringsförsäkringar.

2.3 En studie av realränteutvecklingen 1931—1962

Det förhållandet, att hushållens finansiella tillgångar i så stor utsträckning utgöres av kortfristiga fordringar med till det allmänna ränteläget omedelbart anpassningsbara räntesatser, föranleder frågeställningen, huruvida fordringar med rörlig ränta är mindre utsatta för värdemässiga fluktuationer än räntebundna fordringar.[1]

Om räntenivån samvarierade med prisnivåns förändringar, så att den steg vid inflation och sjönk vid deflation, skulle sålunda en någorlunda konstant real avkastning kunna uppnås. Teoretiska belägg torde kunna erhållas för det rationella i en räntepolitik, som i varje fall ej låter perioder av allmänt efterfrågeöverskott och inflation sammanfalla med perioder av sjunkande realränta och vice versa.

[1] Detta gäller i första hand banktillgodohavanden. Men även tillgångar i form av andelar i försäkringsfonder skulle i viss utsträckning kunna sägas vara försedda med en rörlig avkastning. Visserligen avser försäkringsföretagens placeringar genomgående räntebundna värdepapper samtidigt som försäkringens avkastning avtalas till en fixerad räntesats. Den enskilde försäkringstagaren blir dock, genom sina successiva premieinbetalningar och genom försäkringsföretagens regler om fördelningen av överskottsavkastningen, delaktig av räntenivåns långsiktiga förändringar.

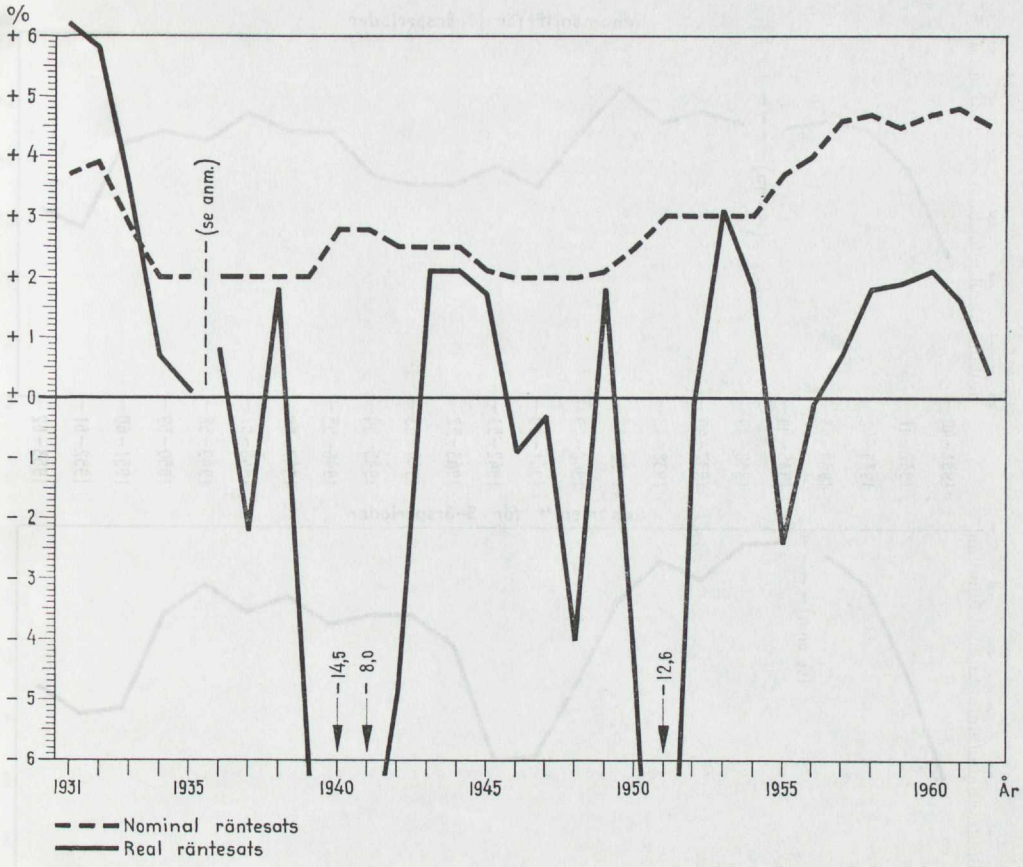


Diagram 2:1. Nominal resp. real årlig avkastning på ränterörliga fordringar åren 1931—1962.
För närmare förklaringar: se Anmärkningar till diagram 2:1—3 (efter diagram 2:3).

Realräntans fluktuationer

Det är mot den bakgrunden av intresse att undersöka hur realräntenivån i verkligheten utvecklats under förfluten tid. I *diagram 2:1* återges de nominala och reala räntesatserna i årsgenomsnitt på bankernas depositions- och kapitalsamlingsräkningar under perioden 1931—1962, varvid den högsta inlåningsräntan genomgående valts. Den reala räntesatsen har erhållits genom att reducera eller öka den nominala räntefoten med den under året inträffade relativa prisnivåförändringen enligt den allmänna konsumtionsprisindex. (Se anmärkningar till diagram 2:1—3.)

Av diagram 2:1 framgår, att den reala årsräntesatsen på bankernas inlåningsräkningar utsatts för relativt stora fluktuationer, från ett maximum av ca + 6,2 % (år 1931) till ett minimum av ca — 14,5 % (år 1940). De nominala årsräntesatserna har genomgått i förhållande därtill mycket små förändringar, från ett minimum av 2 % till ett maximum av 4,75 %. Prisnivåns årliga fluktuationer återspeglas sålunda i betydande utsträckning i realräntans nivå.

Medan den årliga nominalräntan i genomsnitt för hela perioden 1931—1962

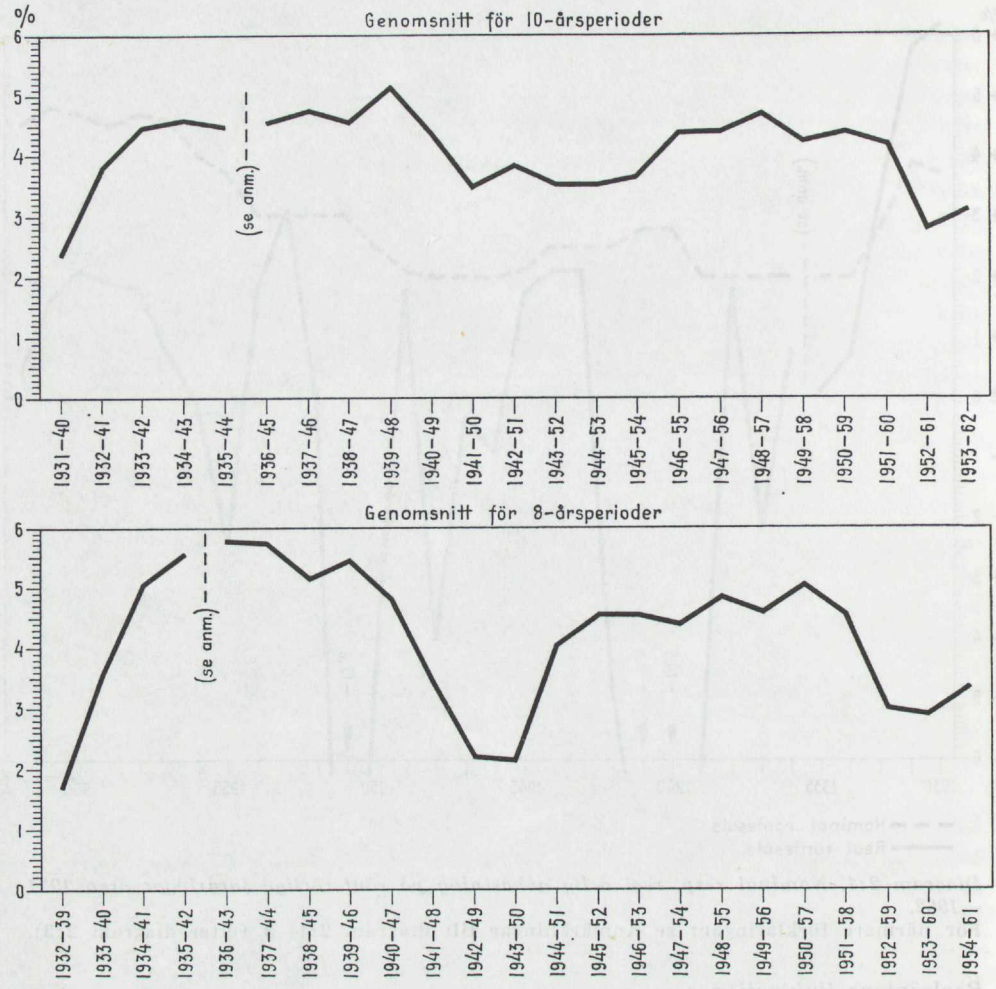


Diagram 2:2. Konsumentprisernas långsiktiga stegringstakt åren 1931—1962.
För närmare förklaringar: se Anmärkningar till diagram 2:1—3 (efter diagram 2:3).

utgjorde ca 3,0 %, var realräntans genomsnitt omkring —0,6 %.[1]

Tanken att nominalräntans förändringar skulle kunna motverka prisnivåfluktuationerna, så att realräntan på kort sikt är någorlunda konstant, har sålunda inte förverkligats under den studerade perioden. Frågan är då, om ränteutvecklingen på längre sikt är sådan, att en långfristig placering med rörlig nominal ränta kan ske med reducerad osäkerhet rörande den reala avkastningens höjd.

Den »långa» realräntan

För att få en uppfattning härom har utvecklingen av den genomsnittliga prisnivån under 8- resp. 10-årsperioder studerats (diagram 2:2). Dessutom har

[1] Spridningen för de observerade realräntesatserna kring detta medelvärde karaktäriseras av att standardavvikelsen utgjorde ca 4,5 procentenheter.

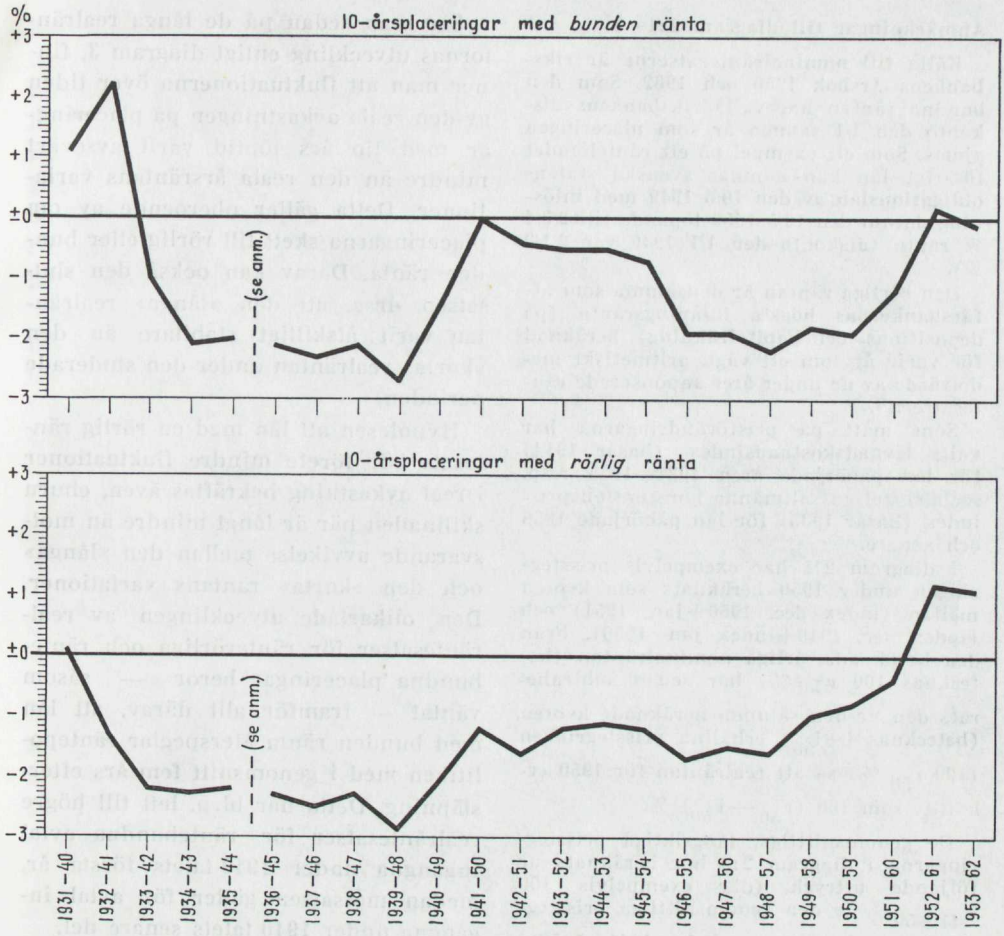


Diagram 2:3. Real ränta på tioåriga placeringar gjorda åren 1931—1953.

den årliga reala räntan på 10 år långa placeringar mot rörlig resp. bunden ränta beräknats (diagram 2:3). Beträffande sättet att beräkna dessa prisnivåförändringar och realräntor hänvisas till anmärkningarna till diagram 2:1—3.

Valet av periodlängden 10 år får vissa konsekvenser, som framgår av *diagram 2:2*. Den råkar nämligen vara en kritisk gräns för graden av stabilitet i den långsiktiga prisutvecklingen. Detta följer av att de två kraftigaste inflationsprocesserna under tiden 1931—1962 infallit med ca tio års mellanrum: vid andra världskrigets början åren 1940—1942 och under Koreakrisen 1951—1952. Om intervallet minskas till åtta år, erhålles en väsentligt annorlunda bild i detta avseende. Av diagrammet framgår att pristalets genomsnittliga stegringstakt per åttaårsperiod (under åren 1932—1961) fluktuerar avsevärt kraftigare än i det fall, då genomsnittstalen beräknas per tioårsperiod.[1]

[1] Standardavvikelsen för pristalets genomsnittliga stegringstakt per tioårsperiod är 0,67 procentenheter, medan den för genomsnittstalen per åttaårsperiod utgör 1,17 procentenheter.

Anmärkningar till diagram 2:1—3.

Källa till nominalräntesatserna är riksbankens Årsbok 1950 och 1962. Som den bundna räntan har valts riksbankens diskonto den 1/1 samma år som placeringen gjorts. Som ett exempel på ett räntebundet 10-årigt lån kan nämnas svenska statens obligationslån av den 10/5 1949 med inlösningsdatum den 10/5 1959 löpande till 2 3/4 % ränta (diskonto den 1/1 1949 var 2 1/2 %).

Den rörliga räntan är densamma som affärsbankernas högsta inlåningsränta (på depositions- och kapitalräkning), beräknad för varje år som ett vägt, aritmetiskt medelvärde av de under året annonserade räntesatsern[a].

Som mått på prisförändringarna har valts levnadskostnadsindex (basår 1914) för lån påbörjade åren 1931—1935 resp. socialstyrelsens allmänna konsumtionsprisindex (basår 1935) för lån påbörjade 1936 och senare.

I diagram 2:1 har exempelvis prisstegringen under 1950 beräknats som kvoten mellan (index dec. 1950+jan. 1951) och (index dec. 1949+index jan. 1950). Från den beräknade, årliga nominalräntan (betecknas 100 r_{50} %) har sedan subtraherats den ur den sålunda beräknade kvoten (betecknas $1+i_{50}$) erhållna prisstegringen (100 i_{50} %) så att realräntan för 1950 erhållits som 100 $(r_{50}-i_{50})$ %.

De genomsnittliga, långsiktiga prisstegringarna i diagram 2:2 har beräknats ur följande uttryck (där exempelvis 100 I_{41-50} % är den genomsnittliga prisstegringen per år under perioden 1941—1950):

$$1+I_{41-50}=\sqrt[10]{\frac{\text{index dec. 1950+index jan. 1951}}{\text{index dec. 1941+index jan. 1941}}}$$

För att erhålla realräntorna på 10-åriga placeringar (diagram 2:3) måste nominala genomsnittsräntorna för 10-årsperioden beräknas. Detta har gjorts enligt följande formella uttryck (om genomsnittliga nominalräntan för perioden 1941—1950 betecknas 100 R_{41-50} %):

$$1+R_{41-50}=$$

$$=\sqrt[10]{(1+r_{41})\,(1+r_{42})\cdots(1+r_{50})}$$

Därefter har genomsnittliga realräntan för perioden 1941—1950 beräknats som

$$100(R_{41-50}-I_{41-50})\%$$

Ser man sedan på de långa realräntornas utveckling enligt diagram 3, finner man att fluktuationerna över tiden av den reala avkastningen på placeringar med tio års löptid varit avsevärt mindre än den reala årsräntans variationer. Detta gäller oberoende av om placeringarna skett till rörlig eller bunden ränta. Därav kan också den slutsatsen dras, att den »långa» realräntan varit åtskilligt stabilare än den »korta» realräntan under den studerade perioden.

Hypotesen att lån med en rörlig räntesats bör förete mindre fluktuationer i real avkastning bekräftas även, ehuru skillnaden här är långt mindre än motsvarande avvikelse mellan den »långa» och den »korta» räntans variationer. Den olikartade utvecklingen av realräntesatser för ränterörliga och räntebundna placeringar beror — såsom väntat — framför allt därav, att lån med bunden ränta återspeglar räntepolitiken med i genomsnitt fem års eftersläpning. Detta har bl. a. lett till högre realräntesatser för räntebundna avtal ingångna under 1940-talets första år, medan motsatsen gäller för avtal ingångna under 1940-talets senare del.

2.4 Räntepolitiken och realräntans utveckling

Det kan dock med fog ifrågasättas, om det är räntepolitikens förtjänst, att långfristiga placeringar erhållit en genom tiden relativt stabil real avkastning. Den egentliga orsaken till skillnaden i fluktuationer hos »kort» och »lång» realränta torde snarare vara att finna i den omständigheten, att intensiteten av konsumtionsprisernas stegring per tioårsperiod varit mycket jämn. Det visar sig därvid, att fluktuationerna hos dessa procenttal t.o. m. varit mindre än för de beräknade realräntesatserna. Det betyder, att man vid

en räntepolitik, som inneburit en under hela den studerade perioden oförändrad nominal räntenivå, skulle ha erhållit en »lång» realränta, som fluktuerat mindre än realräntesatserna i diagram 2:3. Räntepolitiken har med andra ord i någon mån motverkat effekten av stabiliteten i prisnivåns utvecklingstakt på längre sikt.[1]

Ser man å andra sidan till realräntans *nivå*, finner man, att den långsamma höjningen av nominalräntenivån från 1950-talets början motverkat den ökade takten i prisnivåstegringen och under decenniets sista år lett till en höjning av realräntenivån. Det är också i samband härmed, som lån till bundna räntesatser visar sin oförmåga att bevara realräntans höjd vid långsiktiga förskjutningar av prisstegringstakten.

Periodlängden

Mot bakgrunden av de angivna beräkningarna skulle det kunna hävdas, att om takten i den långsiktiga penningvärdeförsämringen verkligen skulle vara så stabil, som här redovisats, borde osäkerheten om det reala utfallet av långfristiga placeringar vara relativt liten. Det enda riskmomentet skulle i så fall utgöras av osäkerheten om den framtida räntepolitiken. Härtill bör sägas, att just den för realränteberäkningarna valda periodlängden, tio år, såsom tidigare framhållits råkar utgöra en kritisk gräns för graden av stabilitet i den långsiktiga prisnivåutvecklingen. Det framhäver därför ånyo de med ekonomiska kriser sammanfallande inflationsprocessernas betydelse för den långsiktiga penningvärdeutvecklingen och omfånget av de osäkerhetsmoment, som de skapar vid försök till förutsägelser angående prisstegringstakten. För en diskussion av hithörande problem se bl. a. kap. 13.6.

Beräkningar av det ovan redovisade slaget har givetvis endast ett begränsat värde som underlag för slutsatser angående den reduktion av penningvärderisken, som kan uppstå till följd av ränteutvecklingens samband med prisnivåutvecklingen. De ger dock belägg för omdömet, att placeringar med rörlig ränta i allmänhet bör vara förenade med en något mindre osäkerhet beträffande den reala avkastningens höjd än placeringar med fixerade nominala räntesatser. Däremot synes räntepolitiken inte under den studerade perioden ha uppvisat en sådan samvariation med prisutvecklingen, att någon säkerhet om den reala avkastningen på långsiktiga placeringar kan antas ha förelegat. Snarare torde det kunna sägas att realräntesatsernas stabilitet uppkommit *trots* en betydande tröghet i den nominala räntebildningen och tack vare ganska små förskjutningar i prisnivåns långsiktiga stegringstakt.

Negativa realräntor

I detta sammanhang kan det finnas anledning att granska en annan uppfattning om penningvärderiskernas innebörd, som delvis utgör ett argument för att dessa risker i tillfredsställande omfattning kan avlägsnas redan vid penninglån. Premissen är därvid, att spararen i allmänhet är föga intresserad av den reala avkastningens *storlek*. Hans huvudintresse är att bibehålla den reala förmögenheten intakt. Spararna

[1] Om standardavvikelsen användes såsom spridningsmått för de här framräknade talserierna, erhålles följande storheter.

	Standard-avvikelse, %	Medel-värde, %
Konsumtions-prisindex	0,67	4,07
Lån med rörlig ränta	1,04	—1,35
Lån med bunden ränta	1,19	—1,10

skulle således betrakta riskproblemet såsom löst, om de erhöll en garanti för att den reala avkastningen inte blev *negativ*. I ett samhälle med enbart penninglån skulle en dylik garanti kunna ges, om visshet råder, att den reala räntenivån aldrig kommer att understiga noll.

Även om spararna kan antas betrakta möjligheten av en negativ avkastning som en allvarligare risk än variationer i en positiv avkastning, är det dock en godtycklig beskrivning av deras beteende, att de i sin långsiktiga planering skulle ta hänsyn till den reala avkastningens storlek först när denna understeg noll. Lika gärna kunde det sägas, att detta gränstal låg vid + 1 eller + 2 %. Tillämpades resonemanget generellt skulle det för övrigt innebära, att det personliga sparandet över huvud inte kan påverkas av ränteförändringar andra än sådana som förskjuter avkastningsförväntningarna från en negativ till en positiv realränta.

Såsom framgått av det föregående har realränteutvecklingen sedan 1930-talet varit sådan, att positiva realräntor endast undantagsvis förekommit. Även om den framtida utvecklingen skulle uppvisa en högre realräntenivå bör det dock uppmärksammas, att någon garanti för den reala avkastningens storlek över huvud inte kan ges såvitt gäller *disponibel* avkastning, sedan hänsyn tagits till effekten av ränteinkomstens beskattning. (Ang. beskattningens konsekvenser för penning- och indexlåns reala avkastning, se avdelning II.) Det bör å andra sidan uppmärksammas, att förekomsten av indexreglerade lån och andra fordringar med värdegaranti inte nödvändigtvis behöver innebära, att realräntan blir positiv. Indexlån kan, såsom i senare avsnitt av betänkandet skall illustreras, ha räntesatser som understiger noll.

3. *Företagens risksituation*

Vid diskussionen av förutsättningarna för och behovet av en indexlånemarknad 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 förvissningen, 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 långivare 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 pen-

ninglån 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.

Risksituationen

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 kontraktsenheter, 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 (se kap. 3). Till en början gäller dock jämförelsen index- och penninglån.

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

3.1 Företagsplan och förväntningar

I bedömningen av ett företags framtida ekonomiska situation bör normalt ingå en rad osäkra faktorer. Man har således att bilda sig en uppfattning om den framtida utvecklingen av priserna på företagets produkter, arbetskraft och råvaror samt marknadsutsikterna och den tekniska produktivitetsutvecklingen inom och utom företaget. Sedan bruttovinsten, dvs. totala intäkter minus rörliga produktionskostnader, reducerats med kapitalkostnaderna (de »fasta» kostnaderna) erhålles den förväntade nettovinsten såsom 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 risktagande med avseende på detta kapital, som är optimal för företaget. Värderingen av nettovinstens storlek antas vidare ske i *reala termer*, varför det centrala osäkerhetsmomentet i företagets planering gäller den reala avkastningen på det egna kapitalet.

Det bör också noteras, att den följande analysen sker utan hänsynstagande till beskattningen. Såsom närmare utvecklas i kap. 7 och 10 skulle en nominalistisk beskattning av indexlån innebära, att resultaten i viss mån måste modifieras.

Den reala bruttovinsten

Vi antar, att det är fråga om en relativt långsiktig företagsplan och att denna (för enkelhets skull) uppgöres under inflytande av förväntningar om över tiden oförändrade värden på de storheter, som avgör intäkter och kostnader och därmed den nominala bruttovinstens storlek.

Samtidigt kan i förhandsbedömningen den möjligheten ej uteslutas, att företagets produktionskostnader kommer att stiga, antingen som en följd av ökade arbetslöner och råvarupriser eller på grund av att den interna produktivitetsutvecklingen blir sämre än vad man kalkylerat med. Resultatet härav blir, att i förväntningskomplexet ingår möjligheten av en mindre nominal bruttovinst än förväntat. Å andra sidan föreligger också möjligheten att de ökade produktionskostnaderna kan övervältras via produktpriserna eller att intäkterna av andra skäl, t. ex. ökad efterfrågan, kan komma att stiga. I båda dessa fall uppstår en nominal bruttovinst, som i kronor är större än förväntat.

Huruvida dessa olika förskjutningar från kalkylerna på företagets kostnads- och intäktssida också kommer att leda till att den reala bruttovinsten blir större eller mindre än vad man räknat med, beror uppenbarligen av det samband, som kan tänkas råda mellan den allmänna prisnivåutvecklingen och den nominala bruttovinstens utveckling.

Arten av detta samband skall illustreras med några typfall för den företagsekonomiska och samhällsekonomiska utvecklingen. Vi har först det ofta iakttagbara fall, då företagets kostnader och intäkter stiger i ungefär samma proportion som den allmänna prisnivån under vad som brukar kallas kostnadsinflation till följd av ett allmänt efterfrågeöverskott. Det bör i princip betyda, att effekten på den reala bruttovinsten elimineras av penningvärdeförsämringen. Även den motsatta processen är tänkbar, där kostnader och intäkter (och därmed den nominala bruttovinsten) sjunker i samband med en allmän deflationsprocess, men där den reala bruttovinsten lämnas intakt tack vare det stigande penningvärdet.

Den reala nettovinsten

Det intressanta och karaktäristiska för den reala bruttovinstens utveckling i samband med en allmän inflation eller deflation är, att förväntningarna rörande den reala bruttovinstens storlek kan infrias, trots att förväntningarna rörande penningvärdeutvecklingen inte slår in (dessa antogs ju vara inriktade på ett oförändrat penningvärde). Konsekvenserna vid indexlåne- resp. penninglånefinansiering av företagets verksamhet för den reala nettovinstens storlek, när den reala bruttovinsten överensstämmer med den förväntade, illustreras i tabellerna 2:3 och 2:4. Diskussionen i föregående stycke avser således fall II i tabellerna. Det visar sig därvid, att vid penninglån med i reala termer rörliga kapitalkostnader kvarstår osäkerheten om den reala nettovinstens storlek, även om förväntningarna rörande bruttovinsten infrias. Vid en mindre prisstegring än förväntat (som i detta exempel är liktydigt med inflation) blir nettovinsten större än förväntat tack vare att de reala kapitalkostnaderna blir mindre än förväntat. Motsatsen inträffar vid deflation. Vid indexlån kommer däremot de reala kapitalkostnaderna alltid att överensstämma med de förväntade, varför någon ytterligare osäkerhetsfaktor vid bedömningen av den reala nettovinstens storlek ej uppkommer.

Om den reala bruttovinsten blir mindre än förväntat, beror det på att

Tabell 2:3. Förväntad real nettovinst vid olika utfall av real bruttovinst och prisnivå. Finansieringsform: indexlån.

Real bruttovinst	Prisnivåstegringen		
	A. Mindre	B. Förväntad	C. Större
I. Mindre än förväntad	—	—	—
II. Förväntad	0	0	0
III. Större än förväntad	+	+	+

Tecknet + anger en större real nettovinst än förväntat.
Tecknet 0 anger att den reala nettovinsten överensstämmer med den förväntade.
Tecknet — anger en mindre real nettovinst än förväntat.

Tabell 2:4. Förväntad real nettovinst vid olika utfall av real bruttovinst och prisnivå. Finansieringsform: penninglån.

Real bruttovinst	Prisnivåstegringen		
	A. Mindre	B. Förväntad	C. Större
I. Mindre än förväntad	— —	—	?
II. Förväntad	—	0	+
III. Större än förväntad	?	+	+ +

Tecknet + anger en större real nettovinst än förväntat.
Tecknet 0 anger att den reala nettovinsten överensstämmer med den förväntade.
Tecknet — anger en mindre real nettovinst än förväntat.
Dubbla tecken anger att de två faktorerna verkar åt samma håll.
Tecknet ? anger att de två faktorerna verkar åt olika håll och att utfallet för den reala nettovinsten är osäkert.

den nominala vinsten fått en ogynnsammare utveckling än väntat, utan att prisnivåstegringen blivit i motsvarande grad mindre (eller, som i vårt exempel, penningvärdet stigit). Typfallen för kostnads- och intäktsförskjutningar utan samband med den allmänna pris- och inkomstutvecklingen är en ogynnsam intern kostnads- eller produktivitetsutveckling för det individuella företaget samt isolerade efterfrågeförändringar på företagets produktmarknad. Den motsatta effekten, en real bruttovinst, som är större än förväntat, uppstår när produktivitets- eller efterfrågeutvecklingen blir gynnsammare än väntat utan att vinstökningen elimineras av en tillräckligt stark penningvärdeförsämring.

Resultat i fråga om de avvikelser som sker från den förväntade reala nettovinsten, illustreras i tabellerna 2:3 och 2:4. Om skulderna består av penninglån, kommer resultatet att i väsentlig utsträckning bero av om förväntningarna rörande penningvärdeutvecklingen infrias eller ej. Skulle t. ex. en mindre real bruttovinst än förväntat in-

träffa samtidigt som prisnivåstegringen blir större än förväntat (fall C I i tabell 2:4), reduceras avvikelsen från den förväntade nettovinsten i och med att de reala kapitalkostnaderna blir mindre än förväntat. Skulle å andra sidan avvikelserna från det förväntade värdet för real bruttovinst och prisnivåstegring gå åt samma håll (fall A I i tabell 2:4) blir de reala kapitalkostnaderna större än förväntat och nedgången i den reala nettovinsten förstärks. Samma effekt uppstår vid penninglånefinansiering om den reala bruttovinsten är större än förväntat. Inträffar detta samtidigt med en starkare prisstegring än man räknat med, blir uppgången av nettovinsten från det förväntade värdet större än vad som motsvarar den reala bruttovinstens uppgång. Motsatsen inträffar vid en långsammare prisstegring än förväntat.

Vid indexlån påverkas däremot inte den reala nettovinsten av takten i prisnivåstegringen vid en given real bruttovinst, eftersom kapitalkostnaderna i reala termer i detta fall alltid överensstämmer med den förväntade såsom illustreras i tabell 2:3. Någon ökad osäkerhet rörande nettovinstutfallet utöver osäkerheten om den reala bruttovinstens storlek uppstår sålunda icke.

Valet mellan penning- och indexlån

Under den väsentliga förutsättningen att företaget önskar eliminera osäkerheten om den reala nettovinstens storlek (enligt de riskteoretiska resonemang som fördes i avsnitt 1) bör de föredra indexlån ur risksynpunkt. De undviker därmed det extra risktagande, som följer av de reala kapitalkostnadernas svängningar vid en penningvärdeutveckling, som avviker från vad man räknat med.

Penninglån har den motsatta effekten, nämligen att ytterligare förstärka de vinst- och förlustmöjligheter, som uppstår när prisnivåstegringen avviker från den förväntade. Detta kan också uttryckas så, att låntagaren har att välja mellan *minskade* förlust- *och* vinstmöjligheter vid indexlån och *ökade* vinst- *och* förlustmöjligheter vid penninglån. Vilketdera han väljer måste, som tidigare betonats, bero av hans allmänna värdering av risker. De låntagare, som har benägenhet att tillmäta potentiella förlustmöjligheter större vikt än potentiella vinstmöjligheter, 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 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. Samtliga nio fall i tabellerna 2:3 och 2:4 ingår således i förväntningskomplexet.

Det torde å andra sidan vara uppenbart, att värderingen av penning- och indexlåns inbördes riskegenskaper röner en bestämd påverkan, om företagets förväntningar innehåller ett antagande om ett någorlunda entydigt samband mellan real bruttovinstutveckling och penningvärdets utveckling. Uppfattas detta samband såsom *negativt*, dvs. ett sämre vinstutfall än förväntat antas inträffa samtidigt med en oväntat snabb prisnivåstegring, medan en gynnsammare vinstutveckling sammanfaller med en oväntat svag prisstegring, ingår endast fallen A III, B II och C I i förväntningskomplexet. Såsom framgår av en jämförelse mellan tabell 2:3 och 2:4 ger i detta fall penninglån större möjligheter än indexlån att undvika reala nettovinstutfall som avviker från det för-

väntade. Det torde lätt inses, att man med resonemang liknande dem som fördes här ovan finner en bestämd preferens för penninglån hos låntagare med en dylik uppfattning. 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 kommer den reala kapitalkostnaden att bli oväntat hög genom den svagare prisstegringen och har även här en dämpande effekt på den reala nettovinstens variationer, även om det sker i negativ riktning.

Med det slags riskvärdering, som i avsnitt 1 anfördes såsom en rimlig förklaring till kreditmarknadsparternas beteende, är penninglån den upplåningsform, som i detta fall ger de största möjligheterna att minska de med investeringen förenade riskerna. Givetvis har därigenom inte dessa risker *elimineras;* vinstutvecklingen kan avvika så mycket från den förväntade, att kapitalkostnadernas reala nedgång inte är tillräcklig för att hålla nettovinsten på den avsedda nivån.

Skulle däremot företaget anse sig ha anledning att förmoda, att avvikelserna från de förväntade värdena för real bruttovinst och prisnivå kommer att gå åt samma håll, blir kombinationerna A I, B II och C III aktuella. Företag som förväntar sig ett *positivt* samband mellan bruttovinstens och den allmänna prisnivåns utveckling bör betrakta indexlån som en ur risksynpunkt fördelaktigare upplåningsform än penninglån. Såsom framgår av tabell 2:4 förstärkes vid penninglånefinansiering svängningarna i den reala nettovinsten. Vid kombinationen större bruttovinst och snabbare prisstegring än förväntat (fallet C III) erhålles visserligen en real nettovinst, som blir ännu större än vad enbart bruttovinstutvecklingen skulle ge upphov till. Vid en sämre bruttovinstutveckling än förväntat i kombination med en oväntat långsam eller utebliven inflation förstärkes å andra sidan den negativa effekten på nettovinsten i samma grad. Företag med riskaversion, som framför allt eftersträvar en säker real nettovinst även om det sker i utbyte mot vissa vinstchanser, har med andra ord vid ett positivt samband mellan vinst- och prisnivåutveckling de största möjligheterna att realisera denna strävan när skuldsättningen domineras av indexlån och kapitalkostnaderna således är oberoende av prisnivåutvecklingen.

3.2 Penningvärde och vinstutveckling

Den analys, som ovan utförts av det lånefinansierande företagets risksituation, visar att slutsatserna angående penning- och indexlåns inbördes riskegenskaper i hög grad är beroende av de tänkbara sambanden mellan framtida vinstnivå och penningvärde. I teorin kan detta samband härledas ur en granskning av de faktorer, som normalt bestämmer bruttovinsten eller andra mått på företagens ekonomiska resultat, och dessa faktorers utveckling i olika slags inflationsprocesser.

Uppenbart är dock att en sådan granskning måste ge resultat av begränsat värde för den angivna frågeställningen. Inom varje bransch och varje enskilt företag existerar specifika förutsättningar i dessa avseenden, varför det blir nödvändigt att anlita generaliserande omdömen. Vidare måste beskrivningen av olika inflationsförlopp och deras orsaker bli ytterst knapphändig för att möjliggöra en tillräcklig koncentration i framställningen. Den avgörande invändningen är slutligen,

att även om man på teoretisk grundval kan nå vissa slutsatser om de mest troliga sambanden mellan vinster och penningvärdeutveckling, vet man ändå inte hur företagarna i praktiken kommer att uppfatta dessa samband och hur deras förväntningar är beskaffade.

De följande resonemangen är därför med nödvändighet mycket allmänt hållna. För en produktionssektor av stor samhällsekonomisk och kreditpolitisk betydelse har dock ett försök gjorts att i detalj granska den angivna problematiken. Det gäller bostadsbyggandet, som behandlas i kap. 5.

Inflationsprocesser

En rad av de risker, som normalt är förenade med realinvesteringar, bör föreligga oberoende av hur penningvärdeutvecklingen gestaltas. Det gäller i första hand sådana förändringar av förutsättningarna, som uppstår vid en oväntat hög eller låg produktivitet till följd av förhållandena inom företaget och inom branschen. Förutom förändringar av produktionens effektivitet ingår häri även de problem, som rör företagets löpande försörjning med kredit, arbetskraft och råvaror. Men även sådana ändrade marknadsförhållanden, vilka beror av oväntade efterfrågeförskjutningar till följd av ändrade värderingar hos konsumenterna, ökad internationell konkurrens eller icke förutsedda reaktioner på andra marknader, torde i allmänhet vara oberoende av inflationsgraden. Det är således i princip fråga om sådana förändringar av individuella priser, som lämnar den allmänna prisnivån opåverkad.

Givetvis gäller dessa resonemang ej mycket snabba inflationsförlopp, varunder desorganisationstendenser på olika marknader kan uppträda och förorsaka produktionsstörningar. Det bör även erinras om att bedömningen här antas avse en längre tidrymd. På mycket kort sikt kan förväntningar om en snabbare prisstegring sammanfalla med förväntningar om ökade svårigheter att klara t. ex. arbetskraftsförsörjningen i samband med ett allmänt efterfrågeöverskott.

För flertalet av de förändringar på företagets intäkts- och kostnadssida, som kan härledas ur yttre förhållanden, finns det anledning att anta, att de uppvisar ett positivt samband med prisnivåutvecklingen. En allmän iakttagelse är att löner, råvarupriser, omsättning och produktpriser samvarierar, när det är fråga om sådana störningar av den samhällsekonomiska balansen, vilka sammanfattas under termen allmänt efterfrågeöverskott. Utsikterna för en gynnsammare bruttovinstutveckling bör sålunda öka när också prisstegringen överstiger vad som kunnat förutses. Likaså bör sannolikheten för en svagare vinstutveckling vara större, om relativ samhällsekonomisk stabilitet inträffar, medan kalkylen uppgjorts under inflytande av ett antagande om fortsatt inflation.

Även om prisnivåförändringar till följd av en allmän överskottsefterfrågan synes vara det normala inslaget i inflationsprocessen, finns dock andra orsaker till prisförändringar. För det första påverkas prisnivån av förändringar i indirekta skatter och subventioner. I den mån något samband mellan prisnivåförändringar av detta slag och företagsvinsterna existerar, torde det vara negativt. (Detta problem behandlas i kap. 3.4.) För det andra kan prisnivån utsättas för fluktuationer i samband med större förändringar av den samhälleliga produktiviteten. Det klassiska exemplet på dylika s. k. knapphetsprisstegringar är ett dåligt skördeutfall. För det tredje kan prisnivån påverkas av ett förändrat bytesförhållan-

de gentemot utlandet, t. ex. i form av sjunkande exportpriser och/eller stigande importpriser. I båda de sistnämnda fallen torde något positivt samband mellan vinst- och prisnivåutveckling ej existera, medan det för de sektorer som direkt drabbas av förändringarna bör vara negativt.

Om man bortser från dessa orsaker till prisnivåns förändringar (som framdeles kommer att bli föremål för uppmärksamhet) bör dock det förväntade sambandet mellan vinst- och prisnivåutveckling i allmänhet inte vara negativt. För att hitta ett dylikt samband torde det vara nödvändigt att beakta de särskilda villkor, under vilka vissa sektorer av vårt näringsliv arbetar.

Exportföretagen

En betydande tvekan om sambandets art kan sålunda råda bland de företag, som för sina intäkter är beroende av priser och konjunkturer på utländska marknader medan deras kostnader beror av bl. a. den inhemska pris- och löneutvecklingen. För exportföretagens del uppstår därför ett negativt samband vid en inländsk kostnadsprisstegring, som inte har någon utländsk motsvarighet och som inte heller föranleder någon förändring av valutakurserna. En oväntat snabbt stigande inhemsk prisnivå kan med andra ord ha en tendens att sammanfalla med en ogynnsam vinstutveckling. Vinsterna bör dessutom sjunka mera desto snabbare den inhemska inflationen är.

Liknande företeelser kan uppträda på marknader, som är föremål för statliga ingrepp i prisbildningen eller i andra avseenden. Framför allt kan ett negativt samband uppstå, om regleringsmomentet utnyttjas för att hålla tillbaka den allmänna prisstegringen i lägen av samhällsekonomisk instabilitet genom en fixering av de reglerade priserna. Betydelsen av den statliga prisregleringens utformning för låntagarnas val mellan index- och penninglån framgår av den diskussion kring hithörande problem, som utföres i kap. 5 om bostadsfinansiering med indexlån.

3.3 Företagen som långivare

I det föregående har enbart företagens beteende vid valet av upplåningsform behandlats. För att komplettera bilden av företagens uppträdande på indexlånemarknaden skall här i korthet deras val mellan index- och penninglån som placeringsobjekt behandlas.

Om man bortser från kortfristigt utlånade medel, som är att betrakta som företagens kassahållning, kan en ackumulation av finansiella tillgångar inom ett företag ha två i princip skilda motiv. I det ena fallet är förmögenhetsackumulationen ett led i en långsiktig finansieringsplan för fortsatt förmögenhetsuppbyggnad. I det andra fallet är de finansiella placeringarna en ersättning för realinvesteringar. Anledningen till att de göres är med andra ord, att de förväntas ge en större (eller säkrare) avkastning än investeringar i realkapital. Avkastningen förutsättes bli ett stadigvarande bidrag till företagets vinst.

I det senare av ovanstående två fall måste indexlån antas vara den ur risksynpunkt gynnsammaste placeringsformen i och med att värderingen av företagets vinst sker i reala termer. Ingår kreditgivningen i en finansieringsplan, borde värderingen av tillgångarna däremot ske med sikte på den köpkraft de kan ha inom den speciella varukategori, som planen avser. En reduktion av risktagandet vid kreditgivning med detta syfte uppnås således, om kontraktsenheten utgöres av den eller de realkapitalvaror, som finansieringsplanen tar sikte på.

Frånsett att det måste uppstå svårigheter att arrangera låneavtal med dylika kontraktsenheter (se kap. 3.3), är frågeställningen dock i detta sammanhang hur indexlån, jämfört med penninglån, ter sig ur risksynpunkt. En bättre approximation av tillgångarnas värde till finansieringsplanens syfte bör då uppnås med indexlån så snart som realkapitalvarornas priser väntas förete med konsumtionsprisnivån *likriktade* utvecklingstendenser.

Eftersom de flesta priser, såväl på konsumtionsvaru- som investeringsvarumarknaden, torde ha ett intimt samband med den allmänna prisnivåutvecklingen, skulle det sålunda kunna göras gällande, att en garanti för den allmänna köpkraften kan reducera osäkerheten om realvärdet även av tillgångar, som är avsedda att finansiera mycket speciella investerings- och konsumtionsändamål. Den premie i form av lägre avkastning, som långivaren är villig att betala för det erhållna riskskyddet, bör dock bli allt mindre desto grövre approximationen är till den för honom relevanta värderingsenheten.

Det bör tilläggas, att samtliga resonemang avser företag, som äger realkapital. För kreditmarknadens kvantitativt sett mest betydande placerarekategori, de kreditförmedlande och kapitalförvaltande instituten, är riskproblematiken i väsentliga avseenden en annan. Banker, försäkringsföretag, hypoteksinstitut m. fl. måste sålunda antas lägga stor vikt vid att tillgångarnas och skuldernas kontraktsenheter överensstämmer med varandra. Detta förhållande, som får betydelse vid diskussionen av indexlånemarknadens funktionssätt, omnämnes här närmast för att erinra om att de institutionella placerarna kan uppvisa andra reaktionsmönster än hushåll och företag.

4. Penning- och indexlåns riskegenskaper, sammanfattning

Enligt vad tidigare sagts, förefaller det troligt, att företagarna normalt bör förvänta sig en med prisnivåutvecklingen samvarierande bruttovinstutveckling. Om de därvid vid val av upplåningsform främst söker reducera det slags risktagande, som består i osäkerhet om nettoavkastningens reala storlek, skulle de föredra indexlån framför penninglån ur risksynpunkt. Det betyder att de uppsöker indexlånemarknaden även i det fall att indexlåneräntan är *större* än den förväntade realräntan på motsvarande former av penninglån. Eftersom långivarna enligt analysen i avsnitt 1 skulle vara villiga att i utbyte mot skyddet för penningvärderisker acceptera en *lägre* förväntad avkastning på indexlån, borde utrymmet för indexlåneavtal vara betydande under förutsättning att förväntningarna om den framtida indexutvecklingen är någorlunda likformiga hos parterna.

Denna teoretiska härledning av låntagares och långivares inbördes riskbedömning måste dock kompletteras på några väsentliga punkter, varvid en något annan och mindre gynnsam bild av indexlånemarknadens förutsättningar framträder.

4.1 Riskvärderingen

För det första bör låntagarna liksom långivarna ha en icke symmetrisk värdering av avvikelser från det förväntade utfallet. En lägre avkastning på realkapitalinnehavet än förväntat värderas negativt och starkare negativt desto större avvikelsen är. En högre avkastning än förväntat värderas inte lika starkt positivt, varvid det dessutom är troligt att ökningen i värde av sådana avvikelser avtar ju större vinsten därmed tenderar att bli. För-

utom de allmänna skäl, som i avsnitt 1 angavs för en sådan aversion mot risktagande, tillkommer för realkapitalinnehavarens eller företagets del möjligheten, att negativa avvikelser från det normala kan leda till en sådan reduktion av återbetalningsförmågan, att det egna kapitalet måste förbrukas.

Det har i det föregående synts rimligt att anta, att prisnivåförväntningarna genomgående är uppåtriktade. Men även om låntagaren sålunda är inställd på fortsatt inflation måste han dock räkna med möjligheten, att den nominala bruttovinsten till följd av bl. a. isolerade förskjutningar i efterfrågestrukturen kan komma att bli avsevärt mindre än förväntat. Inträffar detta samtidigt med att prisnivån stiger oväntat snabbt, kan indexlån medföra en *negativ* (nominal) nettovinst.

Konklusionen att indexlån under vissa förutsättningar medför större risk för uppkomsten av en negativ nettovinst har i och för sig intresse endast om det kan antas, att detta utfall tillmätes större vikt än de övriga, som är möjliga. Och det bör gälla om uppkomsten av en negativ nettovinst innebär en väsentlig risk för en förlust av *hela* eller större delen av investerarens eget kapital. Detta inträffar, om den bristande återbetalningsförmågan leder till företagets likvidation eller företagsägarens konkurs. Särskilt utsatta för detta slags risktagande är företag, vars förväntade nettovinst är liten i förhållande till kapitalkostnaderna. Ett ytterligare villkor torde vara, att det egna kapitalet inte kan lösgöras eller att andra kreditmöjligheter ej står till buds. I vilken utsträckning dessa båda villkor samtidigt uppfylles i praktiken, låter sig inte närmare avgöras. Uppenbart är dock, att innehav av bostadsfastigheter och liknande realkapital i en rad fall kommer dem mycket nära. (Se kap. 5.)

Asymmetriska förväntningar

Effekten på låntagarnas attityd till indexlån av händelsekombinationen mycket snabbare inflation och svagare intäktsutveckling än förväntat förstärks, om det dessutom skulle vara så, att även prisnivåförväntningarna är asymmetriska. Det innebär att man allmänt förväntar sig att de avvikelser från det förväntade värdet, som kan inträffa i form av en mindre eller utebliven inflation, är begränsade till sin storlek, medan det däremot alltid är möjligt, att inflationen blir långt större än förväntat. Det kan då vara fråga om mycket kraftiga, ehuru sällsynta inflationsförlopp av engångskaraktär. Ett sådant förväntningskomplex innebär exempelvis att man räknar med att inflationer av Koreatyp kan upprepas men inte finner deflationer av motsvarande omfattning möjliga. (Den närmare bakgrunden till dessa hypoteser redovisas senare i kap. 13.)

Med de angivna förutsättningarna blir indexlån för låntagarna avgjort mindre attraktiva ur risksynpunkt än penninglån. Inträffar »normal» eller förväntad inflation är penninglån och indexlån likvärdiga ur risksynpunkt med undantag för den osäkerhet, som följer av att bruttovinsten kan avvika från det förväntade värdet. Blir inflationen större än förväntat reducerar penninglån risken för en negativ nettovinst under alla förlopp för den reala bruttovinsten. Under förutsättning att prisnivåns avvikelser från den förväntade utvecklingen framför allt antas bestå av en större prisstegring, blir skillnaden ur risksynpunkt mellan indexlån och penninglån således den att indexlån kan reducera osäkerheten angående den reala nettovinstens variationer kring ett visst positivt tal, medan penninglån i stället ger ett bättre (ehuru naturligtvis ej fullgott) skydd mot den verkligt stora

förlustrisk, som innebär en total förlust av det egna kapitalet.

Långivarnas riskattityder

Å andra sidan bör förväntningar av det angivna slaget öka *långivarnas* intresse för indexlån. Vinstmöjligheterna vid penninglån genom en långsammare inflation än förväntat är begränsade, medan förlusternas omfattning vid en långt snabbare inflation kan bli betydande. Frågan om hur förhållandet mellan kreditmarknadsparternas attityder till de båda låneformernas riskegenskaper skall beskrivas i det fall att de har motsatt innehåll låter sig dock inte så lätt besvaras. En icke oväsentlig faktor i sammanhanget är att långivarnas förlust vid penninglån aldrig kan bli total till följd av penningvärdeutvecklingen. Penningvärdet kan med andra ord inte sjunka till noll.

För vissa hushåll kan det dessutom vara en ur standardsynpunkt marginell effekt som uppstår, om den reala avkastningen på deras kapital nedgår under den förväntade. För andra hushåll, i vilkas långsiktiga planering ingår en stor omfördelning i tiden av inkomster, vanligen till pensionsåldern, kan standardeffekten av avkastningsförskjutningar te sig betydande. Det betyder helt enkelt, att sparbenägenheten och därmed intresset för den reala avkastningens höjd och variationer skiljer sig mellan olika hushåll.

Påpekandet har intresse närmast därför att de flesta former av långsiktigt sparande sker via kreditinstitut av olika slag, där de bundna sparformerna representeras av försäkringssparandet. Därmed övergår problemet om hushållens riskattityder till att i viss mån gälla bankers och försäkringsbolags beteende både såsom långivare på kapitalmarknaden och som utbjudare av värdesäkra sparformer bland bank- och försäkringssparare. Indexlånemarknadens uppkomst- och utvecklingsmöjligheter måste därför behandlas mot den institutionella bakgrund, som de kreditförmedlande instituten erbjuder. (Se avdelning III, särskilt kap. 11.)

4.2 Intressekonflikter

Det anförda skulle tyda på att det mellan parterna på kreditmarknaden föreligger en intressekonflikt vid valet av de kontraktsenheter, som är bäst ägnade att reducera de med avtalen förenade riskerna. Förekomsten av en dylik intressekonflikt har i indexlånedebatten spelat en framträdande roll. Den har ofta betraktats som det avgörande hindret för uppkomsten av indexlån i annan form än med staten såsom låntagare, varvid man i allmänhet förutsatt, att staten — av andra än ekonomiska skäl — skall vara villig att på sig överflytta penningvärderisken. Skäl finns dock att föra resonemanget på denna punkt ett par steg vidare.

Räntebildningen

Först bör uppmärksammas att den intressekonflikt, varom ovan talats, inte behöver vara större än att den kan överbryggas av *prissättningen* på de prestationer, som avtalas. I själva verket torde en utjämning av långivares och låntagares risktagande kunna ses som en av huvuduppgifterna för en utvecklad kreditmarknad och dess prisbildning. Detta uttryckes främst i den struktur av räntesatser på skilda nivåer, som idag existerar och som har till syfte att särskilja avtal med varierande risk på grund av säkerhetens art, kontraktets längd osv. Det skydd mot penningvärderisken, som spararna kan erhålla genom indexlån, bör sålunda föranleda, att de accepterar en lägre ersättning för sina prestationer i detta fall än vid avtal med ett större mått av

risktagande beträffande kontraktets reala innehåll.

På samma sätt borde låntagarna vara beredda att utge högre ersättning för långivarens prestationer, om lånet avtalades i enheter, som minskade deras risktagande med avseende på möjligheterna till återbetalning. Förutsättningen för att penninglån alltfort skall betraktas som den enda ur risksynpunkt acceptabla låneformen är således, att långivares och låntagares bedömning av andra låneformers egenskaper går så vitt isär, att några för båda parter godtagbara räntesatser på dessa lån ej existerar. Härav följer att värdet av och möjligheterna för en övergång till köpkraftsenheter och andra från penningen avvikande kontraktsenheter i låneavtal måste bedömas utifrån en jämförelse mellan det risktagande, som på båda sidor äger rum vid dessa slags avtal, och samma risktagande vid penninglån.

Institutionella förutsättningar

Slutligen bör även framhållas, att resonemangen kring indexlånens riskegenskaper har oinskränkt giltighet endast med utgångspunkt från att de rent institutionella förutsättningarna för låneavtal med indexklausul utformats på ett sådant sätt, att indexlånens egenskaper av realt garanterade kontrakt framträder. Till de förutsättningar, som kan antas ha särskild betydelse, hör lagstiftningens utformning på beskattningens område samt reglerna för konstruktionen av lånesäkerheter i allmänhet. Skulle en sådan institutionell miljö för indexlån ej kunna skapas, att tillräcklig hänsyn inte tas till det reala elementet i indexreglerade kredittransaktioner, måste den här givna bilden modifieras. Skatte- och säkerhetsfrågornas lösning behandlas i det följande. Därvid granskas även konsekvenserna i dessa hänseenden av olika lösningar. Det bör dock redan nu sägas, att en förutsättning för att såväl långivare som låntagare skall kunna helt utnyttja de möjligheter till minskat risktagande vid kredittransaktioner, som inrymmes i värdesäkra lån, torde vara en på vissa punkter i lagstiftningen genomförd tillämpning av reala tänkesätt.

5. *Övriga låntagare*

När det gäller upplåning för andra ändamål än innehav av realkapital, dvs. i stort sett upplåningen utanför företagssektorn, torde de med indexlån förenade riskproblemen inte behöva påkalla större uppmärksamhet. I förgrunden träder då statens och kommunernas upplåning, i den mån inte även denna avser finansiering av kommersiellt inriktade projekt. De med statsupplåningen förenade problemen kommer att bli föremål för behandling i det sammanhang, där kreditpolitiken diskuteras. För övrigt torde, om risksynpunkter över huvud behöver anläggas, statens och kommunernas återbetalningsförmåga sammanhänga med den allmänna inkomstutvecklingen och därur inflytande skatteintäkter. Med hänsyn till att totalinkomsten företer ett mycket intimt samband med prisnivåutvecklingen, borde indexlån för denna kategori låntagare te sig avsevärt mindre riskfyllda än penninglån. För staten och kommunerna kan indexlån med andra ord i större utsträckning än för andra kategorier fylla kravet på positivt samband mellan återbetalningsförmåga och skuldens värdeutveckling. Ett liknande betraktelsesätt torde kunna tillämpas i fråga om hushållens upplåning, såvitt avser krediter för konsumtionsändamål.

KAPITEL 3

Värdelåns konstruktion

1. *Olika slag av värdelån*

Föregående kapitel diskuterade endast en kontraktsenhet vid låneavtal förutom penningen, nämligen en allmän köpkraftsenhet eller realenhet. Denna begränsning följer av att huvudfrågeställningen gäller hur man skall kunna undgå de med långsiktiga avtal i allmänhet förenade penningvärderiskerna, varvid penningens värde definierats som dess allmänna köpkraft. Uppenbart är dock, att penningen kan ersättas med en mångfald andra kontraktsenheter, om behov därav skulle föreligga. I detta kapitel skall granskas olika slag av lån med från penningen avvikande kontraktsenheter, vilka då och då skymtat i diskussionen och även existerat eller existerar i sinnevärlden.

I förfluten tid har *guld* eller andra myntmetaller haft stor betydelse som kontraktsenhet, varvid syftet uppenbarligen varit att undgå penningens brister som värdemätare. Den allmänna ekonomiska utvecklingen torde dock ha medfört, att guldets användbarhet som tillförlitlig mätare av den inhemska valutans köpkraft avsevärt reducerats. Snarare torde guldprisernas numera uttalade tendens till långvarig stabilitet, avbruten av ryckvisa förändringar, leda till ökad osäkerhet från avtalsparternas sida om kontraktets värdemässiga innehåll. Lån med guldklausuler har endast undantagsvis introducerats i länder, där i övrigt värdelån flitigt använts. I vissa länder, t. ex. USA, existerar ett direkt förbud mot användning av guldklausuler.

Samma resonemang torde kunna föras om lån med en *utländsk valuta* som kontraktsenhet men med den inhemska myntenheten som betalningsmedelsenhet. Även ändringarna i valutakurserna torde sålunda ske med en diskontinuitet, som snarare ökar risktagandet. Däremot spelar dylika lån en viss praktisk roll. Detta gäller främst Israel, vars värdelånemarknad till stor del består av lån knutna till växelkursen gentemot den amerikanska dollarn. En väsentlig del av förklaringen till valutavärdelånens användbarhet i Israel torde dock utgöras av den kontinuerligt pågående anpassningen av det israelitiska pundets växelkurs gentemot dollarn. Även om lån kontrakterade i utländsk valuta skulle kunna tänkas fylla vissa behov hos låntagare och långivare med betydande internationella engagemang, förefaller det dock realistiskt att inte räkna med någon större marknad för dylika lån.

Vid olika tillfällen har i den penningteoretiska litteraturen upptagits tanken, att den mest tillförlitliga mätaren av penningvärdet egentligen är en allmän löne- eller inkomstenhet, eftersom denna bättre än prisnivån uttrycker välfärdsutvecklingen i samhället. Även i indexlånediskussionen har förslag väckts om att ersätta penningen med en *inkomstenhet*. I ett särskilt yttrande till det i kap. 1 omnämnda danska be-

tänkandet om värdefasta obligationer anför sålunda professor *Jörgen Pedersen*, att man genom att använda inkomstenheter i stället för köpkraftsenheter skulle undgå att i kontraktet registrera sådana prisförändringar, som beror av icke-monetära orsaker, dvs. inträffar utan samband med inkomsternas utveckling. Dit hör vissa typer av försämrad allmän produktivitet, t. ex. i form av missväxt, förändringar i bytesbalansen och försämrade produktionstekniska förutsättningar. Till dessa problem, som i första hand berör låntagarens risksituation, återkommes i samband med diskussionen av lämpliga regleringsindex vid reallån (avsnitt 4).

Angående tanken att i låneavtal ersätta penningen med en på genomsnittsinkomsten byggd kontraktsenhet bör sägas, att den för att utan inskränkningar fylla de av Pedersen angivna syftemålen förutsätter, att produktivitetsförändringar i allmänhet påverkar endast varupriserna och inte nominalinkomsterna. För de normala produktivitetsförändringar, som sammanfattas i begreppet ekonomisk tillväxt, torde dock i praktiken gälla, att de endast i obetydlig utsträckning leder till sänkta varupriser. Standardstegringen sker i stället via ökade nominallöner. Införandet av en inkomstenhet i låneavtal skulle därför i själva verket förskjuta hela frågeställningen från att gälla värdebeständiga kontrakt till att avse *standardföljsamma* kontrakt. Någon anledning att med de i praktiken existerande förutsättningarna upptaga detta slags lån till ingående diskussion — utöver vad som sker nedan i avsnitt 4 — synes ej föreligga.

I ett följande avsnitt skall de typer av värdelån diskuteras, vilka genom urvalet av kontraktsenheter i första hand tar sikte på låntagarnas behov av paritet mellan värdeutvecklingen av tillgångar och skulder. Därvid behandlas även lån, som regleras med andra officiella prisindex än det allmänna konsumtionsprisindex.

2. *Indexlånens konstruktion*

2.1 Obegränsade reallån

Med indexlån eller reallån har i det föregående avsetts kontrakt, vars värdeenhet utgöres av en allmän köpkraftsenhet och där denna tillämpas utan begränsningar. Låntagarens prestationer är således vid varje tidpunkt bestämda i realer, vilket innebär att ränte- och amorteringsbelopp kontinuerligt anpassas till alla variationer av kontraktsenhetens nominala värde, dvs. till vad som allmänt brukar benämnas prisindex.

En realenhet av år 1954 är år 1960 i kronor

$$1 \cdot \frac{\text{prisindex 1960}}{\text{prisindex 1954}},$$

eller, om de faktiska indextalen användes (konsumentprisindex 1949 = 100),

$$1 \cdot \frac{163}{129} = 1{,}26 \text{ kronor},$$

vilket även kan beskrivas som att värdet av en real i kronor år 1960 utgör 126 % av dess värde i kronor år 1954. Talet 126 är indexutvecklingen 1954—1960, om 1954 utgör basåret för indextalet. För konstruktionen av ett indexlån kräves således ett *bastal*, vilket utgöres av prisindex vid emissionstidpunkten, och ett *regleringstal*, varmed lånets värde i kronor vid varje tidpunkt kan fastställas. Regleringstalet beräknas då såsom förhållandet mellan prisindex vid betalningstidpunkten och prisindex vid emissionstidpunkten.

I praktiken torde anpassningen av lånets värde i kronor till regleringsindex inte ske helt kontinuerligt. Om även

Tabell 3:1. Betalningstransaktioner vid indexlån.

Förutsättningar: Lånetid 5 år. Ränte- och amorteringsbetalningar i efterskott halvårsvis. Räntefot 2 %. Lånebelopp 10 000 kronor. Belopp i kronor.

År	Prisindex	Regleringstal	Kapitalskuld		Ränta		Amortering
			Fast lån	Amorteringslån	Fast lån	Amorteringslån	
0	163,00	100	10 000	10 000	—	—	—
1: 1	163,43	100 (100,43)	10 000	10 000	100	100	1 000
1: 2	169,44	104 (103,68)	10 400	9 360	104	94	1 040
2: 1	170,44	104 (104,29)	10 400	8 320	104	83	1 040
2: 2	176,47	108 (107,98)	10 800	7 560	108	76	1 080
3: 1	178,46	109 (109,20)	10 900	6 450	109	65	1 090
3: 2	175,51	107 (107,39)	10 700	5 350	107	54	1 070
4: 1	171,45	105 (104,91)	10 500	4 200	105	42	1 050
4: 2	175,49	107 (107,38)	10 700	3 210	107	32	1 070
5: 1	182,48	112 (111,66)	11 200	2 240	112	22	1 120
5: 2	191,51	117 (117,18)	11 700	1 170	117	18	1 170

Kommentar till tabell 3:1. Den vid varje betalningstillfälle återstående kapitalskulden, varå ränta skall räknas, beräknas på följande sätt. L_o = ursprunglig kapitalskuld i kronor, I_i = regleringstal vid tidpunkten (i), n = antalet *före* tidpunkten (i) fullgjorda amorteringar. Om amorteringsprocenten per halvår betecknas med k, utgör varje halvårsamortering i kronor: $k \cdot L_o \cdot I_i$. Kapitalskulden vid tidpunkten (i) utgör:

$$L_o \cdot I_i - n \cdot k \cdot L_o \cdot I_i .$$

Det betyder bl. a., att den återstående kapitalskulden *inte* kan beräknas på så sätt, att de i det förflutna fullgjorda amorteringarna summeras och frändrages den med regleringstalet uppskrivna kapitalskulden. Vid olika tidpunkter gjorda utbetalningar kan således, om prisindex under tiden förändrats, inte summeras utan att varje belopp först omräknas till ett enhetligt penningvärde. För att summan av de på amorteringslånet successivt utbetalda indextilläggen i kronor skall överensstämma med indextillägget på det fasta lånet, måste varje halvårsamortering uppräknas med regleringstalets stegring från amorteringstillfället till tidpunkten för det fasta lånets inlösen. Även i praktiken måste sålunda de ovan angivna formlerna användas vid beräkning av amorteringsbelopp och återstående kapitalskuld. Härav följer bl.a., att amorteringsplanen alltid torde behöva fastställas i *kvotdelar av skuldens realvärde.* räntebetalningarna skall bestämmas i realer utgöres det kortaste justeringsintervallet av lånets räntetermin. För sådana kontrakt, där ränta (och eventuella amorteringar) betalas halvårsvis, måste således lånet omräknas varje halvår. Den registrering av prisnivån för varje månad, som sker i konsumentprisindex, föreligger numera den 20 i månaden efter den, som registreringen avser. Justeringen av lånets värde i kronor och omräkningen av utbetalningarna skulle således inte behöva ske med större eftersläpning i förhållande till prisindex' förändringar än ca 3 månader. I tabell 3: 1 har med exempel illustrerats förfarandet enligt dessa principer vid beräkningen av ränta och amorteringsbelopp för dels ett fast lån, dels ett amorteringslån med amorteringen bestämd till en viss kvotdel av skuldens realvärde.

2.2 Indexlån med nominalt beräknad ränta

En närmast av bekvämlighetsskäl föranledd inskränkning av indexklausulens omfattning åstadkommes, om indexreg-

leringen begränsas till att endast gälla kapitalskulden. Räntebetalningarna beräknas således på det ursprungliga eller nominella lånebeloppet och utgår vid fasta lån och bundna räntesatser med ett i kronor oförändrat belopp. Ränteberäkningen förenklas därmed i så måtto, att den kan ske på den faktiska kapitalskulden i kronor, dvs. det ursprungliga lånebeloppet (eventuellt minskat med fullgjorda amorteringar). Vid annuitetslån torde dock en indexreglering även av räntan vara att föredra ur teknisk synpunkt.

Det enda existerande svenska indexlånet av nämnvärd omfattning är ett av Kooperativa Förbundet år 1952 utgivet förlagslån. Dess räntesats är 3 % och räntan beräknas på förlagsbevisens nominella värde. Kompensationen för penningvärdets fall skall betalas vid lånets inlösen år 1971. Indexkompensationens storlek fastställes med utgångspunkt från den procentuella förändringen av socialstyrelsens levnadskostnadsindex (numera beräknad med utgångspunkt från konsumentprisindex) under perioden 1951—1971.

Den genom räntans nominala beräkning genomförda begränsningen av indexklausulens omfattning undgår givetvis inte att påverka avtalets egenskaper ur värdesäkringssynpunkt. Medan ett obegränsat indexlån har en oberoende av penningvärdeförändringen given real avkastning, uppstår således i detta fall ett visst beroende mellan denna avkastning och prisutvecklingen.

En uppfattning om den nedgång av den effektiva realräntan, som inträffar vid en viss penningvärdeförsämring, erhålles genom nedanstående numeriska exempel. Det baseras på antagandet, att prisnivån har en oförändrad årlig stegringstakt. Om indexlånets räntesats utgör 2 % och lånetiden är tio år, erhålles följande ungefärliga realräntesatser.

Prisnivåns ökning per år, %	Eff. realränta, %
0	2,00
2	1,83
3	1,76
4	1,68

Sammanställningen kan också sägas uttrycka den osäkerhet angående kontraktets reala innebörd, som uppleves av en långivare eller låntagare med den angivna spridningen i förväntningarna om prisnivåns stegringstakt.

2.3 Toleransintervall vid indexklausulens tillämpning

En annan av praktiska hänsyn föranledd begränsning av indexklausulens omfattning är villkoret, att endast pristalsförändringar av viss given storlek skall påverka ränte- och amorteringsbeloppens storlek. Även här är således syftet att undgå alltför täta omräkningar av utbetalningarnas nominala belopp.

Toleransintervallen kan utformas på olika sätt. Vanligen sker justeringen av kapitalskulden först när prisindex förändrats med antingen ett visst antal enheter eller ett visst antal procent. Den senare konstruktionen innebär, att toleransintervallets omfång är oberoende av pristalets absoluta storlek.

Införandet av toleransintervall får vissa konsekvenser för indexlånens reala avkastning. Dessa bör ha en negativ innebörd, när förväntningarna beträffande prisutvecklingen är övervägande uppåtriktade, men positiv, när prisfall förväntas. Vid prisstegringar torde eftersläpningen i utbetalningarnas anpassning till indexförändringen leda till en långivarens underkompensation. Vid prisfall kan en överkompensation uppstå i förhållande till en helt kontinuerlig anpassning av utbetalningarna.

Det bör dock uppmärksammas, att toleransintervall av märkbar storlek

knappast kan användas vid mycket korta kontrakt. Om indexklausul skall komma till användning i kreditinstitutens in- och utlåning torde en någorlunda kontinuerlig anpassning av kapitalbelopp och utbetalningar till prisindex' förändringar vara nödvändig.

2.4 Partiella lån

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 villkor för ett lån med den ena kontraktsenheten är att ett lika stort lån upptas i den andra kontraktsenheten. Dessa lån kallas 50-procentiga indexlån.

Såsom framhölls i kap. 1 i anslutning till referatet av den finska diskussionen i indexlånefrågan, torde de 50-procentiga indexlånen i Finland närmast ha utgjort ett substitut för en sänkning av indexlåneräntan (eller höjning av penningräntan). Skillnaden mellan penning- och indexlåns räntesatser har sålunda varit så obetydlig, att den inte kunnat motsvara en någorlunda realistisk uppfattning om den framtida prisstegringstakten. Vid de indexhöjningar, som faktiskt inträffat, har därför upplåningskostnaden för indexlån genomgående varit större än för penninglån.

Även i en marknad, där prisbildningen uppfyller större krav på anpassning till parternas prisförväntningar och värdering av de olika låneformerna, kan det dock finnas plats för kontrakt, som utgör en blandning av penning- och indexlån. De skulle då fylla ett behov för de låntagare och långivare, som — i utbyte mot en högre nominell räntesats — vill i begränsad utsträckning ta del av de med penninglån förenade vinst- och förlustmöjligheterna.

Hypotesen kan illustreras med följande exempel. Om det i en marknad existerar tre låneformer, penninglån, obegränsade reallån och 50-procentiga reallån, och parterna allmänt förväntar sig en årlig prisstegring på ca 2 %, skulle (utan hänsynstagande till riskegenskaperna) de nedan angivna ränterelationerna uppstå, så snart en av räntesatserna fixeras. I sammanställningen anges även den spridning av de tre låneformernas förväntade reala avkastning som uppstår vid en viss osäkerhet angående den tänkbara prisnivåutvecklingen.

	Penning-lån	Reallån	50-procentigt lån
Nominella räntesatser, %	4	2	3
Prisstegring/år, %	Förväntad realränta, %		
3	1	2	1,5
2	2	2	2
1	3	2	2,5

Vid 50-procentiga lån är det således möjligt att erhålla en partiell reduktion av de förlustrisker och vinstchanser, som i förhållande till obegränsade reallån uppstår vid penninglån. De partiella lånen kan attrahera långivare, som önskar ta del av vinstmöjligheterna vid penninglån utan att helt bära de förluster, som inträffar vid en snabbare prisstegring. Särskilt gäller detta om placerarens prisnivåförväntningar avviker från marknadens i så måtto, att han förväntar sig en lägre prisstegringstakt än den som motsvarar räntedifferensen mellan penning- och indexlån. Han kan då önska utbyta en del av den högre förväntade avkastningen på penninglån mot en partiell riskreduktion för det fall att prisnivåutvecklingen skulle komma att avvika från den av honom förväntade. För låntagarna skulle liknande förhållanden (ehuru med motsatta förtecken) gälla. Blandade kontrakt kan

dessutom ur låntagarsynpunkt te sig tilltalande vid tveksamhet om arten av betalningsförmågans samband med den framtida prisnivåutvecklingen (se härvid avsnitt 4.3).

Det bör dock påpekas, att det med partiella indexklausuler förenade syftet även kan uppnås genom en *blandning* av obegränsade reallån och nominallån. Om såväl långivare som låntagare har möjlighet att ge sina tillgångar och skulder den önskade sammansättningen med avseende på reala och nominala kontrakt, skulle behovet av lån med två kontraktsenheter kraftigt minska. Vid blandade portföljer skulle dessutom den individuella valfriheten med avseende på de ur avkastnings- och risksynpunkt optimala kombinationerna vara väsentligt större. Huruvida partiella indexlån kommer att uppstå i någon större utsträckning kan således bl. a. bero av funktionssättet hos en dubbel kreditmarknad och parternas möjligheter att träffa ett fritt val mellan de båda låneformerna.

2.5 Lån med minimerat eller maximerat inlösningsbelopp

Ett annat sätt att begränsa indexklausulens omfattning är att fastställa ett visst belopp i kronor, vartill låntagarens återbetalningsskyldighet begränsas. 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 fortsatta stegring. Det tidigare omnämnda s. k. KF-lånet innehåller en dylik begränsning av återbetalningsskyldigheten. Låntagaren förbinder sig endast att ersätta långivarna för penningvärdets fall med ett belopp, som utgör högst 50 % av lånets nominella belopp.

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 i dess helhet inträffad uppgång av penningvärdet inte påverkar utbetalningarnas storlek.

En minimering av återbetalningsskyldigheten saknar relevans, när en på längre sikt fallande prisnivå bedömes som helt osannolik. Låntagaren bör inte löpa någon risk, om han villfar ett dylikt önskemål från långivarens sida. Å andra sidan kan det knappast göras gällande att ett kontrakt, som innebär att långivarens nominala fordran kan minska, skulle strida mot någon etisk princip vid kreditgivning. Rättviseföreställningar av detta slag torde bortfalla om ett realt betraktelsesätt konsekvent tillämpas.

Avsikten med en maximering av återbetalningsskyldigheten bör vara att undgå en nominal skuldökning, vilken kan inträffa vid en prisstegringstakt under lånetiden som åtminstone betraktas som möjlig. Sättes den övre gränsen för det nominala åtagandet så högt, att det motsvarar ett indextal, som inte ens under mycket extrema förhållanden kan uppnås under lånetiden, torde klausulen vara att betrakta som en praktisk nullitet.

Om i ett indexlån stipuleras, att låntagarens återbetalningsskyldighet endast omfattar 150 % av den nominella skulden, blir den reala avkastningens storlek beroende av om och i så fall när regleringsindex uppnår talet 150. I syfte att antyda konsekvenserna för lånets reala egenskaper av olika utfall i detta avseende, har nedan de reala räntesatserna återgivits för ett 20-årigt lån med indexmaximeringen vid talet 150. För jämförelsens skull beräknas även den reala avkastningen för pen-

ninglån och 50-procentiga indexlån. De nominella räntesatserna har därvid avvägts så, att de utgör jämviktsrelationerna mellan de tre låneformerna, när den av parterna förväntade årliga prisstegringstakten utgör 3 %. (Det bör erinras om att dessa räntedifferenser är de som skulle uppstå utan hänsynstagande till riskförhållandena.)

	Penning-lån	50-procentigt lån	Lån med indextak = 150
Nominell ränta, %	6	4,5	4
Prisstegring, %	Reala räntesatser, %		
5	1	2	1,2
4	2	2,5	2,5
3	3	3	3
2	4	3,5	4
1	5	4	4

(De förväntade effektiva realräntesatserna för lånet med begränsat inlösningsbelopp har beräknats på grundval av härledningar i ett appendix till detta kapitel. Det är dock förenat med vissa svårigheter att exakt bestämma dessa räntesatser, varför de ovan angivna utgör approximationer.)

För att de indexmaximerade lånen skall kunna accepteras av både långivare och låntagare bör indexklausulen utformas på ett sätt, som ger lånet följande egenskaper ur risksynpunkt. Vid en måttlig prisstegring fungerar lånet som ett obegränsat indexlån. Indextaket träder därvid endast i kraft vid en prisstegringstakt, som överstiger den förväntade. För de låntagare, som hyser tvivel om sin återbetalningsförmåga vid en mycket stark inflation, skulle i sådant fall indexmaximeringen ge ett visst riskskydd samtidigt som lånets räntesats kunde sättas lägre än vid penninglån. Såvida inte långivarna förväntar sig en lägre prisstegringstakt än låntagarna, måste dock räntesatsen bli högre än för obegränsade reallån. (Se avsnitt 4.)

2.6 Förhandsinlösen

Om långivaren (vanligen obligationsinnehavaren) ges rätt att påkalla lånets inlösen före den i avtalet fastställda tidpunkten, kan förhandsinlösningen förknippas med inskränkningar i indexklausulens giltighet. En normal form härför är, att lånet inlöses till sitt nominella belopp. (Detta villkor gäller vid förhandsinlösen av det tidigare omnämnda KF-lånet.) Tänkbart är också att det förtida inlösningsvärdet fastställes i realer, varvid sålunda en viss och på förhand fastställd uppräkning av lånet medelst regleringsindex skall ske.

Huruvida förhandsinlösen av indexlån med åtföljande inskränkning av indexklausulens giltighet är att betrakta som en begränsning av avtalets reala innebörd, sammanhänger med lånets egenskaper ur allmänna likviditetssynpunkter. Vid personliga skuldbevis, som inte kan överlåtas, eller andra icke marknadsförbara värdepapper måste ett villkor om förlust av kompensationen för penningvärdets fall väsentligt försämra lånets likviditetsegenskaper. Vid innehav av marknadsförbara obligationer eller andra liknande värdepapper reduceras konsekvenserna av det nämnda villkoret i samma grad som rätten till förhandsinlösen också minskar i betydelse.

Problemet om förhandsinlösen och dess konsekvenser för indexklausulens giltighet torde främst få betydelse när det gäller fordringar, vilka för närvarande närmast har karaktären av a vista-fordringar, t. ex. på viss tid bunden inlåningsräkning i bank med relativt milda villkor för förhandsinlösen. Hithörande frågor behandlas i anslutning till diskussionen av indexklausuler i bankinstituten.

Även låntagaren kan betinga sig rätt till förhandsinlösen. Denna kan ta sig uttryck antingen i en rätt att efter viss

tid men före kontraktstidens utgång helt eller delvis inlösa lånet eller i rätt till konvertering efter viss tid. Konverteringsrätten får betydelse främst i det fall, att den även kan innebära en konvertering från indexlån till penninglån och vice versa.

Det karaktäristiska hos dessa villkor är att de skapar osäkerhet om kontraktstidens längd. Ehuru en dylik osäkerhet i allmänhet inte behöver innebära någon nackdel är det dock tänkbart, att rätten till förhandsinlösen av låntagaren utnyttjas för en befrielse från sina åtaganden, om det efter en tid skulle visa sig att den faktiska prisstegringen överstiger den vid avtalstidpunkten förväntade och att denna tendens har utsikter att bli bestående. Härigenom skulle en av indexlånens väsentliga egenskaper, att bereda långivaren skydd mot icke förväntade prisstegringar, försvagas. Det torde därför inte undgås, att indexlån, som utan egentliga sanktioner kan förhandsinlösas av låntagaren, medan motsvarande åtgärd från långivarens sida leder till att den upplupna kompensationen för penningvärdets fall helt eller delvis går förlorad, ur långivarsynpunkt betraktas som en placering med begränsat riskskydd.[1]

2.7 Lån med nominalt fixerat kapitalbelopp och årlig utbetalning av indextillägget

Ovan har förutsatts, att den i anledning av indexklausulen uppkomna kompensationen för penningvärdets fall (vilken med en i andra sammanhang utnyttjad term kan kallas *indextillägg*) utgör en upplupen men under kontraktsperioden ej realiserbar fordran. Det för varje period registrerade indextillägget 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 indextillägg.

Det är dock möjligt att utforma indexklausulen på så sätt, att det för varje period registrerade indextillägget omedelbart förfaller till betalning, varvid det sålunda skall utbetalas i samband med räntelikviden. Enklast kan detta beskrivas så, att indexlånet utöver den nominella räntesatsen har en tilläggsräntesats per år, vars storlek beror av den under året inträffade prisstegringen i procent. Om den nominella räntesatsen utgör 3 % och den relativa prisstegringen under en följd av år beskriver följande serie: 3, 2, 8, 1, 0 och —2 % utgör således ränta + indextillägg i procent av kapitalskulden 6, 5, 11, 4, 3 resp. 1 %. Det bör därvid uppmärksammas, att ränteutbetalningarna blir negativa, om ett prisfall av tillräcklig storlek under året inträffar. Skulle prisfallet i det ovan givna exemplet uppgå till 4 %, uppstår således en låntagarens fordran på långivaren, som utgör 1 % av kapitalskulden. Enklast kan detta regleras genom en motsvarande minskning av kapitalskulden, ehuru då principen om en nominalt fixerad kapitalskuld uppges.

I princip måste denna indexlånekonstruktion betraktas som ett obegränsat indexlån med den reservationen, att räntan inte blir föremål för indexreglering, eftersom den beräknas på en nominalt oförändrad kapitalskuld.

För att lån med årligen utbetalade indextillägg skall kunna likställas med en garanti för tillgångens realvärde på längre sikt, krävs dock att indextilläg-

[1] Osäkerhet om kontraktstidens längd uppstår även vid den form av amortering, som vid t. ex. obligationslån innebär att lånet amorteras genom ett lottningsförfarande bland de utelöpande obligationerna. Denna teknik lär dock inte kunna utnyttjas av låntagaren i spekulativa syften.

gen kontinuerligt kan omplaceras i indexreglerad form. Medan detta villkor bör kunna uppfyllas av större förmögenhetsinnehavare, t. ex. kapitalförvaltande institut, som regelbundet reinvesterar influtna räntor och amorteringsmedel, är det tvivel underkastat, om detsamma gäller för innehavare av små förmögenheter, där de utbetalade indextilläggen uppgår till små belopp.

Det skulle därför kunna sägas, att den aktuella formen av indexlån synes i större utsträckning kunna accepteras av de institutionella placerarna på kreditmarknaden, medan de knappast lämpar sig för smärre placerare, som framför allt söker en långsiktig värdegaranti och inte särskilt uppskattar det bättre likviditetsläget till följd av att indextilläggen årligen utbetalas. Uppmärksammas bör därvid, att detta resonemang inte gäller för den typ av kortfristiga placeringar, som utgöres av bankinsättningar och liknande. Även här är visserligen det årligen upplupna indextillägget omedelbart förfallet till betalning. Bankens åtagande att kapitalisera denna fordran gör dock, att bankinsättningarna kommer att fungera som indexlån med kapitaliserat indextillägg.

För låntagaren kan den årliga utbetalningen av indextilläggen medföra en likviditetspåfrestning i förhållande till såväl penninglån som indexlån med kapitalisering av indextilläggen. Vid exceptionellt starka och kortvariga pristegringar kan således betalningssvårigheter uppstå, såvida intäkterna inte uppvisar stor följsamhet med prisnivåns förändringar. Denna likviditetsrisk kan betraktas som särskilt stor vid finansiering av bostadsfastigheter, där den helt övervägande delen av hyresintäkterna går till kapitalkostnaderna, samtidigt som hyresnivån kan visa en betydande tröghet i ett snabbt inflationsförlopp. Låntagaren står då inför tvånget att finansiera indextilläggens utbetalning genom ytterligare, tillfällig upplåning. Att denna konsekvens uppmärksammats vid låneformens praktiska tillämpning torde framgå av att huvudmotiveringen för den s. k. Meinanderska kommitténs förslag om förbud mot obegränsade reallån i Finland avsåg just låntagarens likviditetsproblem (se kap. 1.2.1).

Indexlån med årlig utbetalning av indextilläggen saknar dessutom en annan väsentlig egenskap, som kan bedömas vara ett önskvärt resultat av en övergång till indexlån. Det gäller den lämpligare fördelning i tiden av in- och utbetalningar vid olika slags långfristiga avtal, som kan uppnås genom att indextilläggen kapitaliseras och utbetalas först i samband med amortering eller inlösen av lånet. Hithörande frågor behandlas i flera sammanhang nedan, se bl. a. kap. 5.2 och 11.1.

Motiven för att undvika en kapitalisering av upplupna indextillägg torde främst vara av praktisk art. Sålunda undanröjes härmed en rad av de tekniska svårigheter, som är förenade med indexlåns skattemässiga behandling (se avdelning II). Vidare kan med en nominalt oförändrad kapitalskuld ur diskussionen avföras de problem, som är förenade med indexreglerade inteckningar (se kap. 6). Skulle betydande svårigheter uppstå att i vårt inteckningssystem införa ett realt moment och sålunda nominalt fixerade inteckningar vara de enda tillgängliga, kan lån med årligen utbetalade indextillägg innebära bestämda fördelar ur risksynpunkt.

Begränsningar av det årliga indextillägget

Såsom ovan påtalats, kan ett system med årlig återbetalning av de upplupna indextilläggen medföra vissa risker för låntagarens likviditet. Det är därför

tänkbart, att man vill ha en begränsning av den årliga återbetalningsskyldigheten. Detta kan åstadkommas genom att storleken av det indextillägg, som långivaren årligen kan utkräva, maximeras till ett visst procenttal av kapitalskulden.

En sådan begränsning kan utformas på två sätt. Å ena sidan behöver den endast innebära, att låntagarens betalningsskyldighet uppskjutes i tiden, dvs. i princip till det år då indexstegringen inte är större än att tidigare och under året upplupna indextillägg inrymmes under den övre gränsen.[1] Sättes denna gräns alltför lågt i förhållande till den faktiska prisstegringstakten, kan arrangemanget leda till en oupphörlig förskjutning av låntagarens återbetalningsskyldighet, varigenom lånet, beroende på förhållandet mellan indextilläggens maximigräns och prisstegringstakten, kommer att fungera som ett lån med kapitaliserade indextillägg. En konsekvens härav är givetvis, att de tidigare omnämnda praktiska fördelarna med lånekonstruktionen i motsvarande grad minskar. Uppenbart är att en på detta sätt begränsad återbetalningsskyldighet inte påverkar lånets egenskaper ur värdesäkringssynpunkt.

Skulle klausulen å andra sidan innebära en *befrielse* från återbetalningsskyldigheten för den del av indextillägget, som överstiger ett visst procenttal, påverkas även lånets avkastnings- och riskegenskaper. Ett lån, där kompensation lämnas endast för ett årligt penningvärdefall av viss omfattning, skulle närmast kunna jämföras med ett lån med kapitaliserat indextillägg, som har ett nominalt »tak» för låntagarens betalningsförpliktelser. En maximering av det *årliga* indextillägget har dock andra och mer svåröverskådliga konsekvenser. Utfallet skulle visserligen bli detsamma, om prisnivån förändrades med ett för varje år konstant procenttal. Ett 20-årigt lån, där det totala indextillägget begränsas till 50 % av den ursprungliga nominella kapitalskulden, har således under denna förutsättning samma avkastnings- och riskegenskaper som ett lån, där det årligen upplupna och utbetalade indextillägget maximeras till 2 % av kapitalskulden.

En av de mest framträdande egenskaperna hos prisnivåutvecklingen är dock, att den genom tiden företer betydande variationer, även om långsiktstrenden är relativt stabil. Om man antar, att det efter 20 år uppnådda indextalet 150 åstadkommits genom att pristalet *vartannat* år stiger med 4 % och vartannat år varit konstant (i stället för en årlig stegring med 2 %) skulle ett med indextaket 150 försett lån ge fullständig kompensation för penningvärdets fall, medan en årlig utbetalning av ett till 2 % av kapitalskulden maximerat indextillägg endast ger en 50-procentig kompensation. Givetvis uppvisar prisnivån i sin utveckling ingen sådan lagbundenhet som i dessa båda fall antagits. Såsom tidigare påtalats är indexlånens främsta egenskap att bereda skydd mot *icke förväntade* prisstegringar. Och en väsentlig orsak till att osäkerhet råder om den framtida prisnivåutvecklingen torde vara möjligheten av exceptionellt starka och kortvariga inflationsförlopp. Lån med en maximerad återbetalningsskyldighet för de årliga indextilläggen skulle sålunda — i större utsträckning än lån med kapitaliserat indextillägg — sakna egenskapen att bereda skydd mot icke förväntad inflation. I varje fall måste svårigheterna att bedöma dylika låns avkastnings- och riskegenskaper vara betydande.

[1] Förslag om att i lag införa en dylik begränsning av låntagarens årliga återbetalningsskyldighet väcktes sålunda av den i kap. 1.2.1 omnämnda finska utredningen i indexlånefrågan.

2.8 Kursrisker vid begränsade reallån

De risker som är förenade med finansiella placeringar härrör inte enbart ur osäkerheten om det framtida penningvärdet. Förutom den rena kreditrisken, dvs. bedömningen av låntagarens kreditvärdighet, måste hänsyn även tas till indexlånens egenskaper ur likviditetssynpunkt och de vinst- och förlustmöjligheter, som kan existera i det fall att en tillgång av detta slag före kontraktstidens utgång måste förvandlas till likvida medel. När det gäller obegränsade reallån kommer båda dessa problem att ingående behandlas i olika sammanhang. Här skall diskuteras de speciella egenskaper med avseende på kursutveckling och kursrisker, som kan finnas hos vissa former av begränsade reallån.

Gemensamt för de olika former av begränsade indexlån, som ovan beskrivits, är att de samtliga i ett eller annat avseende utgör en blandning av nominala och reala kontrakt. Det nominala elementet förekommer därvid på i princip två olika sätt. Antingen består det under hela löptiden, t. ex. vid lån med nominalt fixerad ränta och s. k. partiella indexlån, eller också fungerar lånet under en viss del av löptiden som penninglån och under resten av löptiden som indexlån.

Den förra typen av begränsade indexlån synes inte påkalla någon uppmärksamhet ur de här anlagda synpunkterna. Visserligen försvåras jämförelsen mellan olika lån i den meningen, att den förutsätter en noggrann information om indexklausulens konstruktion. Obligationerna torde dock fylla samma krav beträffande graden av likviditet och vara utsatta för i stort sett samma kursrisker som obegränsade indexlån. (I ett appendix till detta kapitel genomföres en mera formaliserad studie av kursutveckling och kursrisker för begränsade och obegränsade indexlån.) Ett uttryck härför är att detta slags obligationer under löptiden kan utbytas mot obegränsade indexlån utan större svårigheter än dem, som föreligger vid byte mellan obegränsade realobligationer och obegränsade nominalobligationer.

Om obligationens karaktär av penning- eller indexlån beror av den under löptiden faktiskt inträffade indexutvecklingen, vilket främst gäller för lån med maximerat inlösningsbelopp, har detta däremot vissa konsekvenser ur likviditetssynpunkt. Såsom närmare utvecklas i det ovannämnda appendix, kommer detta slags obligationer under sin livstid att allt eftersom indextalet närmar sig det för inlösningen bestämda »taket» anta karaktären av ett penninglån. Sedan detta tak passerats blir den att jämställa med en indexobligation, vars inlösningsvärde anpassas endast till *fallande* index. Skulle indexklausulen vara »enkelriktad», dvs. medge justering av obligationens kapitalbelopp endast vid *stigande* index, blir obligationen ett rent penninglån sedan indextaket passerats. Medan enkelriktade klausuler knappast förefaller troliga vid obegränsade reallån, kan de vid denna typ av indexlån tjäna syftet att undvika, att lånet får karaktären av ett »nedåtriktat» indexlån och därmed hamnar i den lägsta likviditetsklassen.

Vid stabil räntenivå och oförändrade prisnivåförväntningar kommer kurserna för denna obligationstyp — om index stiger — att från emissionstidpunkten oupphörligt falla i reala termer. Möjligheterna att under löptiden realisera obligationen och därigenom erhålla kompensation för penningvärdets fall under innehavstiden är därför starkt reducerade. Samtidigt som det kan te sig föga meningsfyllt att behålla

indexobligationer med ett maximerat inlösningsbelopp sedan indextaket väl passerats, torde de i det läget inte kunna realiseras utan betydande förluster. Bedömningen av avkastnings- och riskegenskaperna hos dessa obligationer är således mycket komplicerad. Jämförelser i dessa avseenden mellan obligationer av olika ålder och med varierande återstående löptid är också svåra att genomföra. Samma problem torde uppstå vid jämförelser med andra typer av indexlån och med penninglån. Den låga likviditetsgraden hos obligationer med maximerat inlösningsbelopp bör därför göra dem mindre attraktiva än andra former av indexlån, vars indexklausuler i och för sig inte ger ett bättre skydd mot penningvärderisken men som i större utsträckning är marknadsförbara.

2.9 Sammanfattning

I detta avsnitt har det största intresset ägnats åt riskegenskaperna hos begränsade reallån. Någon anledning finns i och för sig ej att prestera ett ställningstagande till förmån för den ena eller andra formen av indexklausul. Valet av indexklausul och dess utformning måste bli ett resultat av kreditmarknadsparternas avvägning rörande de för- och nackdelar, som är förenade med en direkt begränsning av värdesäkringsgarantins omfattning. I andra sammanhang finns det dock anledning att återkomma till indexklausulens konstruktion, bl. a. vid behandlingen av olika tekniska och legala problem i samband med förekomsten av en indexlånemarknad. I avsnitt 4 diskuteras begränsningar av indexklausulens omfattning som ett medel att undgå vissa effekter av större prisfluktuationer i samband med politiska och ekonomiska kriser, som av låntagarna kan uppfattas som ett onödigt stort risktagande vid indexlån.

3. Lån med specialindex

Den tveksamhet, som man kan hysa om låntagarnas vilja att acceptera reallån, har frammanat tanken att introducera andra kontraktsenheter, vilka bättre än penninglån uppfyller kravet på värdesäkra kontrakt och samtidigt tillgodoser låntagarnas önskemål om värdeparitet mellan tillgångar och skulder. Såsom framhölls i kap. 2.3 kan den med upplåning i allmänhet förenade företagarrisken *helt* elimineras endast om skuldsättningen värderas i kontraktsenheter, vilka direkt anknyter till det individuella realkapitalets avkastning.

Uppenbart är dock, att kravet på samvariation mellan tillgångars och skulders värde inte kan drivas hur långt som helst. Eftersom nuvärdet av ett visst realkapitalföremål är summan av *förväntad* nettoavkastning skulle det i extremfallet innebära, att det på låntagaren ensam ankom att fastställa avtalets innehåll. Användbara kontraktsenheter bör därför endast vara sådana, som är »objektiva» i den meningen, att deras utformning inte beror uteslutande av endera partens godtycke. I princip torde det bli fråga om av utomstående organ beräknade indexserier och andra pris- eller värdenoteringar, vilka kan registreras på en marknad. I detta avsnitt skall en rad sådana kontraktsenheter diskuteras med tanke på deras användbarhet i låneavtal, varvid deras gemensamma egenskap är att i olika mån utgöra en approximation till låntagarens individuella förmögenhetssituation.

3.1 Partiprisindex

Det första indextal, som därvid skulle kunna komma till användning, är index för partiprisernas utveckling. För en rad företag är det sålunda partipriserna som direkt avgör försäljningsintäkter

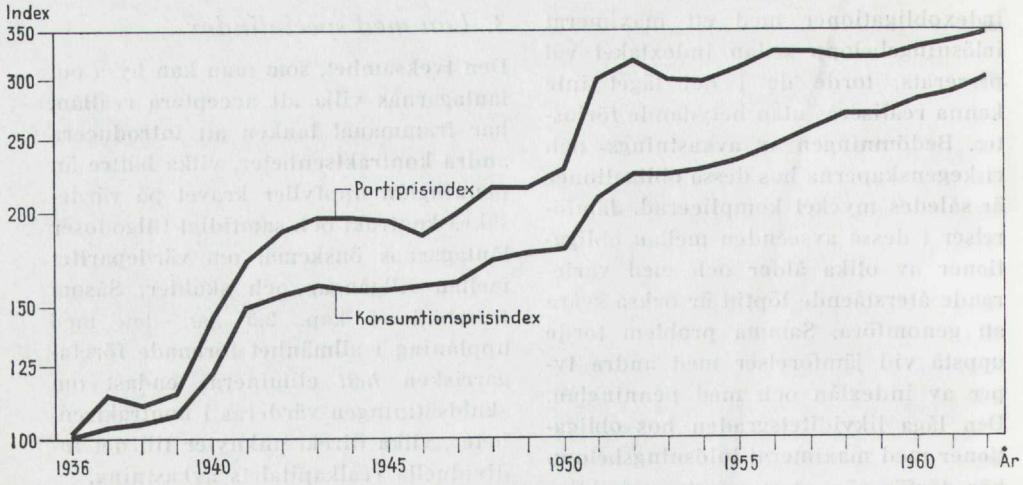


Diagram 3:1. Konsumtions- och partipriser åren 1935—1962.
Årsmedeltal (1935 = 100). Logaritmisk skala. Index: Socialstyrelsens allmänna konsumtionsprisindex och Kommerskollegii partiprisindex (generalindex).

och marknadsutsikter. Visserligen torde partiprisernas förändringar inom de flesta branscher förr eller senare återspeglas i motsvarande förändringar av detaljhandelspriserna. Med denna riktning av orsakssambandet är det dock rimligt att antaga, att partiprisindex reagerar snabbare på ändrade produktivitets- och konjunkturförhållanden än konsumentprisindex. För vissa branscher är dessutom sambandet vagt och eftersläpningen i konsumentprisindex' anpassning betydande. Särskilt torde detta gälla företag med produktion av realkapitalvaror.

I syfte att ge en uppfattning om sanningshalten av dessa hypoteser har i *diagram 3:1* utvecklingen av partipris- och konsumentprisindex jämförts för perioden 1935—1960. Diagrammet återger indextalens förändringar i procentenheter per år (och således inte indexenheter). Genom studium av de två kurvornas lutning erhålles en direkt jämförelse av takten i de båda indextalens årliga stegring. Jämförelsen ger vid handen, att partiprisindex givit snabbare och långt kraftigare utslag i den inflationsprocess, som ägt rum under den studerade perioden. Framför allt verifieras hypotesen om konsumentprisindex' eftersläpning under de starka inflationsperioderna vid 1940- och 1950-talens början. Det försprång, som partiprisindex då erhöll, har inte inhämtats av konsumentprisindex, vilket huvudsakligen förklarar de två pristalens skilda nivåer. Bristen på omedelbart samband mellan de båda pristalen visar sig också däri, att kortare perioder av fall i partiprisindex inte berört konsumentprisindex, som vid dessa tillfällen varit oförändrad eller t.o.m. stigit.

En i sammanhanget icke oväsentlig skillnad i de båda indextalens konstruktion bör också framhållas, som torde utgöra en del av förklaringen till deras skiljaktiga utveckling. Partiprisindex utgör en s. k. Laspeyres-index, dvs. prisförändringarna gäller en till sin sammansättning oförändrad varustock. Dagens partiprisindex baseras på ett varuurval från år 1949. Konsumentprisindex är däremot en modifierad form av en

s. k. Paasche-index, som karaktäriseras av att de i index ingående varugrupperna förändras till sin sammansättning allt eftersom konsumtionens sammansättning förändras. I allmänhet brukar Laspeyres-index resultera i starkare prisstegringar än Paasche-index. Partiprisindex registrerar sålunda prisutvecklingen hos ett varuurval, som icke anpassats till den aktuella pris- och efterfrågesituationen.

De påtalade svagheterna hos partiprisindex kan dock minskas genom att dess underlag med vissa mellanrum blir föremål för omfattande revisioner, då nya vikter för de i index ingående varugrupperna fastställes. Detta innebär å andra sidan, att en ny indexserie i princip startar, som kan sammankedjas med den föregående endast genom en särskild omräkning. Även om dylika kedjeringsförfaranden bör kunna förutses i avtalen, skapar de dock ett ytterligare osäkerhetsmoment. Särskilt gäller detta om revisionerna innebär djupgående förändringar av indextekniken.

En annan egenskap hos partiprisindex, som kan försvåra dess utnyttjande som regleringsindex i låneavtal, är att den på kort sikt genomgår betydande fluktuationer. Indextalet för månad har således i det förflutna företett stora svängningar, vilka inte har någon motsvarighet i årsmedeltalets förändring. Dessa svängningar kan dock modifieras genom att genomsnittet av indexutvecklingen för en något längre period, t. ex. kvartal eller halvår, användes.

I allmänhet torde *hushållen* ha föga intresse av en garanti för sina tillgångars köpkraft, mätt i råvaru- och grosshandelsmarknadens varuenheter. Deras benägenhet att acceptera lån reglerade med partiprisindex måste därför antas bero av hur dylika lån uppfattas med avseende på sin förmåga att lämna en ur allmän penningvärdesynpunkt säker avkastning. Av diagram 3:1 framgår att partiprisindexlån i det förflutna skulle ha givit en både i kronor och realer högre avkastning än konsumentprisindexlån, när den nominella räntesatsen är densamma. Skulle såväl låntagare som långivare ha noterat dessa egenskaper hos de två indextalen och betrakta det som troligt, att partiprisindex även i fortsättningen ger kraftigare utslag — såväl uppåt som nedåt — i en prisförändringsprocess, måste detta återspeglas hos räntesatserna. I inflationsperioder bör de således vara lägre än räntesatserna på konsumentprisindexlån.

Av diagram 3:1 och de föregående resonemangen framgår även, att partiprisindex på kort sikt har en tendens att fluktuera kraftigare än konsumentprisindex. Den årliga avkastningen på kortfristiga placeringar med en partiprisindexklausul skulle sålunda i reala termer uppvisa större variationer än såväl penninglån som reallån. Frågan är då i vilken utsträckning man kan förvänta sig att dessa fluktuationer utjämnas över en längre tidsperiod. Sker inte detta måste osäkerheten rörande det reala utfallet av en viss placering mot partiprisindexklausul rent definitionsmässigt vara större än vid placeringar i penning- och konsumentprisindexlån. I syfte att undersöka partiprisindex' egenskaper i detta avseende har i *diagram 3:2* återgivits vissa beräkningar rörande den reala avkastningen av dels tioåriga placeringar i penninglån dels tioåriga placeringar i partiprisindexlån, varvid placeringarna tänkes företagna under vart och ett av åren 1935—1953. Diagrammet ger vid handen dels att denna nominella räntesats skulle ha varit avsevärt lägre för partiprisindexlån dels att de under varje år erforderliga räntesatserna varierar avsevärt mera

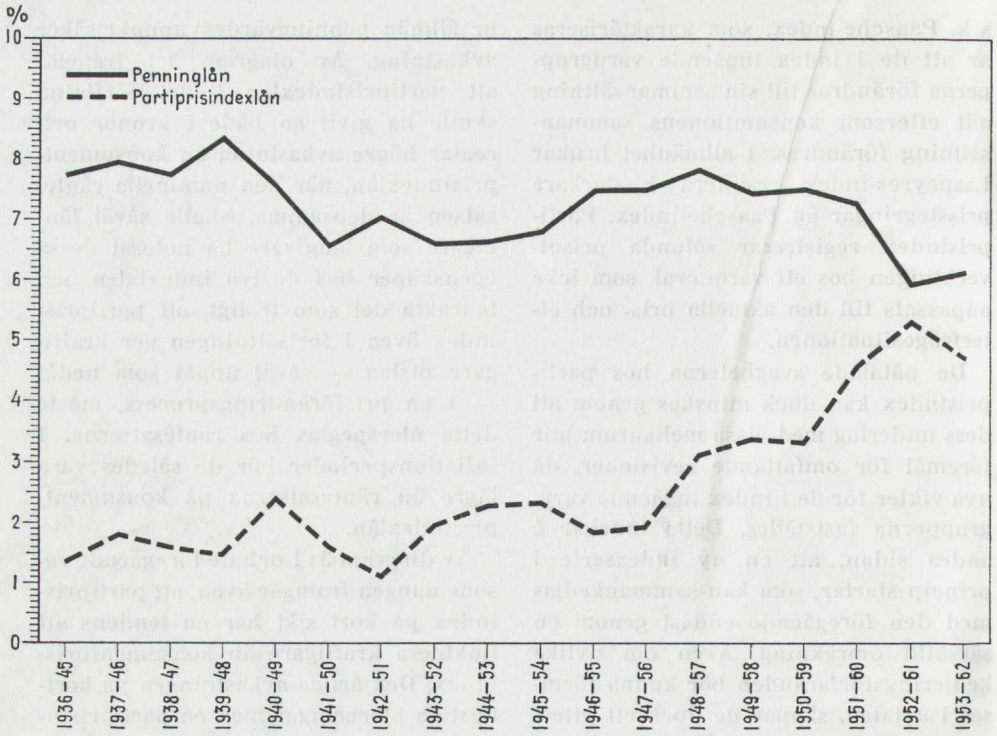


Diagram 3:2. Nominalräntor för penning- resp. partiprisindexlån med samma reala avkastning åren 1936—1962.

Anmärkningar till diagram 3:2.

Diagrammet avser att visa de variationer i nominalräntorna på tioåriga penning- resp. partiprisindexlån, som skulle ha varit nödvändiga för att dessa lånetyper skulle ha givit en realränta på 3 %, om placeringen gjorts under något av åren 1936—1953. Som grund för realenheten har valts konsumentprisindex. Indexserierna är desamma som i diagram 3:1. Beräkningarna av de genomsnittliga indexstegringarna för tioårsperioderna har gjorts på samma sätt som för diagram 2:2—3 (se anm. till dessa). Nominalränta n för penninglån har erhållits genom formeln

$$(1+i_n) = (1+p_k)\ (1+E_k)$$

där i_n = nominalräntan på penninglån för en viss period, p_k = genomsnittlig förändring av konsumtionsprisindex under motsvarande period och där E_k = effektiv, årlig realränta på konsumentprisindexlån (här = 3 %). Nominalräntan för partiprisindexlån har erhållits som

$$(1+i_p) = \frac{(1+p_k)(1+E_k)}{(1+p_p)},$$

där p_p betecknar genomsnittlig förändring av partiprisindex för ifrågavarande period.

vid partiprisindexlån än vid penninglån.[1]

Orsaken till dessa fluktuationer är helt enkelt, att långsiktstrenden för partiprisindex är avsevärt mindre stabil än långsiktstrenden för konsumentprisindex.

Mot bakgrunden av de här förda resonemangen måste det ifrågasättas, om någon större marknad skulle kunna uppstå för partiprisindexlån. I varje fall måste de ur låntagarsynpunkt medföra i riskhänseende påtagliga fördelar för att kunna emitteras till räntesatser, som gör dem ur långivarsynpunkt attraktiva framför penning- eller reallån.

[1] Den avsevärt större spridningen av de för en konstant real avkastning på partiprisindexlån erforderliga nominella räntesatserna framgår därav, att standardavvikelsen för dessa räntesatser vid partiprisindexlån utgör 1,21, medan den vid penninglån utgör endast 0,63.

Detta gäller i första hand när hushållen tänkes vara långivare, direkt eller indirekt. Risksituationen kan dock vara annorlunda för företag, som avser att genomföra en finansiell investering. I detta fall är det tänkbart, att partiprisindex ibland bättre motsvarar önskemålen rörande tillgångarnas framtida köpkraft än konsumentprisindex. Partiprislån skulle med andra ord kunna användas när företag står som både låntagare och långivare.

3.2 Delindex ur partipris- och konsumentprisindex

Nästa steg i anpassningen av indexlåns kontraktsenheter till företagens önskemål är att såsom regleringsindex använda i de officiella pristalen ingående delindex för olika varugrupper. Om de officiella pristalens varugruppsindex direkt återger prisutvecklingen för den bransch företaget tillhör, skulle de risker ha eliminerats, som följer av osäkerheten angående sambandet mellan utvecklingen av enskilda produktpriser och allmän prisnivå.

När det gäller de tillgängliga delindextalens användbarhet för dylika ändamål torde de i *konsumentprisindex* ingående delindextalen knappast fylla de ovan ställda kraven. De har valts med utgångspunkt från sammansättningen av konsumenternas budget och är alltför fåtaliga och omfattar alltför stora delar av den totala konsumtionen för att kunna sägas anknyta till någon viss marknad eller produkt. För de flesta låntagare borde det därför — särskilt med hänsyn till den likartade utvecklingen av pristalets olika delposter — vara skäligen likgiltigt om lånet regleras medelst konsumentprisindex eller någon av dess delindex. (Se *tabell 3:2.*)

Däremot är det tänkbart, att delindextalen i *partiprisindex* kan komma till användning, ehuru även här vissa

Tabell 3:2. Prisutvecklingen 1949—1959 för i partiprisindex och konsumentprisindex ingående varugrupper (specialindextal efter varornas art).

	Stegring i %
Partiprisindex	
Generalindex	44
Trä	78
Pappersmassa, papper	54
Textil	29
Kautschuk	72
Hudar, läder	88
Kemisk-tekniska varor	8
Sten-, ler- och glasvaror	52
Metall- och maskinindustrivaror	52
Foder- och gödselmedel	48
Vegetabiliska livsmedel	40
Spannmål	56
Animaliska livsmedel	55
Konsumentprisindex	
Generalindex	54
Livsmedel	69
Alkohol och tobak	73
Bostad, bränsle och lyse	56
Kläder och skor	26
Inventarier och husgeråd	34
Diverse	51

delindex synes omfatta en alltför stor mängd olika varor för att kunna återge prisutvecklingen på någon enstaka marknad. Främst skulle de delindextal få betydelse, som återspeglar marknadsvillkoren för vissa exportindustrier. För dessas del torde, såsom framhölls i kap. 2.3, sambandet mellan produktpriser och de inhemska konsumtionsvarornas prisnivå vara vagare och osäkrare än för företag med huvuddelen av sin försäljning förlagd inom landet. (Däremot förefaller det mindre troligt, att exportprisindex som sådan, med dess stundtals häftiga fluktuationer, skulle te sig attraktiv som regleringsindex ur exportföretagens synpunkt.)

Det är inte möjligt att avge något bestämt omdöme om i vilken utsträckning företagen kan komma att finna det med sin fördel förenligt att emittera lån med specialindex av det angivna slaget. Exempel på låneformer, reglerade medelst en ur en allmän prisnivåindex utbruten delindex, har emellertid icke

kunnat återfinnas i de länder, där indexreglerade låneformer i övrigt erhållit en mindre eller större utbredning.

Uppkomsten av en marknad med lån reglerade medelst delindextal försvåras på två sätt. Dels föreligger svårigheter för företagen att hitta indextal, som på ett tillfredsställande sätt återspeglar prisutvecklingen inom deras bransch eller för deras produkter. Dels måste parterna ha ingående kunskaper både om delindextalens konstruktion och om de olika branschernas framtidsutsikter för att kunna bedöma avtalets innehåll.

De långivare som vill ha garanti för sina tillgångars allmänna köpkraft kan knappast utan betydande risktillägg i förhållande till reallån acceptera de här nämnda lånen, såvida de inte har möjlighet att kombinera ett större antal lån med dessa slags index. För hushåll med mindre förmögenheter bör *direkta* placeringar i lån med så speciella riskegenskaper, som det här är fråga om, inte vara något alternativ till lån reglerade med en allmän prisnivåindex.

3.3 Produktpriser

I stället för värdelån reglerade med delindextal kan man använda sig av priset på företagets egna produkter. Någon fullständig garanti för följsamhet mellan skulders och tillgångars värdeutveckling erhålles därmed i och för sig inte. För ett företag, som arbetar på en marknad under fri konkurrens, där marknadspriset är en för det enskilda företaget mer eller mindre given storhet, kvarstår osäkerheten om vinstutvecklingens beroende av interna kostnads- och produktivitetsförändringar. Företag, som själva administrerar sina produktpriser, torde i mindre utsträckning löpa risken att inte kunna övervältra höjda produktionskostnader. Den allmänna prisstelheten i ett system av ofullständig konkurrens kan å andra sidan medföra, att bruttointäkterna genomgår relativt stora förändringar till följd av förskjutningar på efterfrågesidan utan att produktpriserna påverkas.

Den största svårigheten vid detta slags värdelån är dock indexklausulens konstruktion. Skall produktpriset utgöra regleringstalet kommer de definitions- och kvalitetsmätningsproblem, som i och för sig även finns i en prisnivåindex, att framstå renodlade. Definitionen av produkterna och regleringstalets fastställande inrymmer sålunda ett ofrånkomligt godtycke, som det ur långivarsynpunkt kan bli svårt att acceptera. Användbara såsom kontraktsenheter torde i första hand vara produkter av homogent och entydigt slag såsom råvaror och vissa halvfabrikat med ett fåtal kvalitetsgrupper, t. ex. kol, stål, pappersmassa o. dyl. Även elektrisk energi torde uppfylla dylika krav.

I *Frankrike* har under efterkrigstiden ett antal värdelån emitterats med produktpriser som regleringstal. Det har genomgående gällt råvarorna kol, stål och elektrisk energi. Därvid har ofta prisregleringen kombinerats med en viss följsamhet av kapitalbelopp och/eller ränta till företagets produktivitetsutveckling, ibland enligt mycket invecklade regler. Ett exempel på hur en mer sammansatt vara använts vid konstruktionen av värdelån erhålles också från Frankrike. Det är ett av statsjärnvägarna år 1951 emitterat lån, vars ränta varje kvartal lottades ut i form av fria järnvägsresor av viss längd. Detta lån kan betraktas som ett *varulån*, där låntagarens prestationer delvis utgår in natura.

Av rent tekniska skäl kan sålunda lån med värdereglering efter produktpriser endast förekomma inom vissa branscher. En väsentlig konsekvens härav torde vara, att den tidigare nämnda

möjligheten för långivarna att genom »blandning» av olika låneformer uppnå en garanti för tillgångarnas allmänna köpkraft inte föreligger.

3.4 Fastighetsvärden

En annan tänkbar form av värdeklausul är att använda värdet av det genom upplåningen finansierade realkapitalet som regleringstal. I det ideala fallet kommer skuldernas värde att direkt samvariera med tillgångarnas värde. Såvida inte bestämningen av detta värde helt skall överlåtas till låntagarens eget skön, måste skuldens regleringsindex utgöras av kapitalföremålets försäljningspris. Förutsättningen är således, att det för realkapitalföremål av en viss typ finns en marknad, där prisnoteringar regelbundet göres.

Den första konsekvensen av kravet på marknadspriset som regleringstal är, att någon omedelbar anknytning av skuldvärdet till det individuella förmögenhetsvärdet ej uppstår. För det andra kan dylika klausuler endast användas vid vissa typer av realkapitalföremål. De enda realvärden, som någorlunda regelbundet och i större omfattning blir föremål för prisnoteringar i samband med köp och försäljning är fast egendom, närmare bestämt jordbruksfastigheter samt bostads- och affärsfastigheter.

Prisbildningen på fastighetsmarknaden är föremål för registrering och bearbetning av offentlig myndighet. Statistiska centralbyrån insamlar årligen uppgifter om köpeskillingarna för frivilligt (dvs. ej exekutivt) försålda fastigheter. På grundval av dessa uppgifter uträknas sedan för varje län ett genomsnittspris. Det redovisas i form av ett s. k. överpris, som utgör kvoten mellan genomsnittspris och genomsnittligt taxeringsvärde för fastigheterna i länet. Överpris beräknas för jordbruksfastigheter samt för bostads- och affärsfastigheter. För den senare gruppen redovisas överpriserna även fördelade på fastigheter försålda i tätorter resp. på landsbygden. Bostads- och affärsfastigheterna uppdelas vidare i en- och tvåfamiljsfastigheter, bostadsfastigheter och affärsfastigheter.

Det kan dock ifrågasättas, om de på detta sätt redovisade genomsnittspriserna för försålda fastigheter har något värde som information om värdeutvecklingen för fastighetsbeståndet i dess helhet. För att åstadkomma en mätare av fastighetsvärdena torde det vara nödvändigt att göra en sammanvägning av prisnoteringarna utifrån de egenskaper, som kan antagas återspegla fastighetsbeståndets sammansättning i olika avseenden. Genomsnittsprisernas största svaghet är att de inte ger något besked om hur de försålda fastigheterna fördelar sig med avseende på sådana för priset relevanta omständigheter som ålder, läge och allmän standard. Den marginella del av fastighetsbeståndet, som varje år blir föremål för försäljning, kan i dessa avseenden ha en helt annan sammansättning än fastighetsbeståndet i dess helhet. I sådant fall ger prisnoteringarna en missvisande bild av beståndets värdeutveckling, såvida inte korrigeringar sker med avseende på dessa avvikelser genom konstruktionen av ett indextal.

I viss utsträckning ger de nu företagna prisinsamlingarna information om fastigheternas egenskaper (bl. a. deras ålder). För konstruktionen av en fastighetsvärdeindex torde dock särskilda utredningar vara nödvändiga. Det bör här framhållas, att syftet med beräkningarna av fastigheternas genomsnittliga salupris inte är att åstadkomma en fastighetsvärdeindex utan att erhålla

ett underlag för den allmänna fastighetstaxeringen.

Frågan i vilken utsträckning låntagarna skulle vilja uppta lån reglerade med ett (icke bearbetat) genomsnittspris för fastigheters saluvärden låter sig knappast bedömas. Osäkerheten om sambandet mellan det individuella fastighetsvärdet och detta pris måste dock antas vara betydande. Särskilt borde detta gälla vid finansieringen av nybyggda fastigheter, om det främst är äldre fastigheter med väsentligt annorlunda egenskaper, som försäljes.[1]

Även för långivarna torde osäkerheten angående genomsnittspristalens innebörd bli en negativ faktor. Skulle å andra sidan en någorlunda rättvisande fastighetsvärdeindex kunna skapas, erhåller placering i dylika indexlån närmast karaktären av en realplacering, där långivaren tar del av de vinst- och förlustchanser, som i genomsnitt gäller vid innehav av fastigheter.

3.5 Vinstandelslån

Den i det föregående utförda granskningen av möjligheterna att genom valet av kontraktsenhet minska risktagandet vid lånefinansiering av realkapital har givit vid handen att dessa möjligheter är begränsade. Kravet att avtalets innehåll skall bestämmas på grundval av officiella indextal eller på en marknad iakttagbara prisnoteringar medför, att antalet användbara kontraktsenheter vid sidan av penning- och reallån inte blir särskilt stort. Dessutom förefaller det som om den därmed uppnådda riskreduktionen är relativt osäker.

Frågan bör därför ställas, om låneformer kan skapas, vars kontraktsenheter direkt anknyter till det individuella företagets ekonomiska situation utan att därför omfattningen av låntagarens förpliktelser blir beroende av dennes godtyckliga avgörande. Av de olika storheter, som avgör ett företags ekonomiska situation, torde *vinstutvecklingen* utgöra det bästa sammanfattande uttrycket. Den är också lättillgänglig information i och med att vinstens storlek, sådan den av företaget redovisas, kan kontrolleras av utomstående.

Det sistnämnda innebär dock icke, att ett företags vinst skulle vara en objektivt given storhet i den meningen, att dess storlek inte kan påverkas genom företagets ensidiga åtgörande. Därmed avses inte den omständigheten, att vinstutvecklingen beror av beslut angående företagets allmänna aktivitet, dess produktionsvolym, produkt- och prispolitik etc., som är förutsättningen för uppkomsten av ett överskott i rörelsen. Misslyckanden i dessa avseenden med åtföljande negativa konsekvenser för vinstutvecklingen hör — liksom det motsatta slaget av konsekvenser — till de vinstchanser och förlustrisker, som långivaren i avtal förbundit sig att dela. Med företagets ensidiga åtgörande avses i stället det mått av godtycke, som alltid finns vid definitionen av begreppet vinst. Såvida inte vinstbegreppet ges en vid innebörd i form av en bruttovinst, definierad som skillnaden mellan intäkter och rörliga kostnader, kan nettovinstens storlek variera inom ganska vida gränser till följd av företagets politik i fråga om avskrivningar och fondavsättning.

Det kan dock ifrågasättas, om det blir aktuellt att utforma värdelån med vinstens storlek som regleringstal. Lånets värde skall i sådant fall anpassas till de relativa förändringarna av den nominala vinstens storlek. En viss vinstvolym måste därvid utgöra »basindex».

[1] Vid innehav av bostadsfastighet tillkommer, beroende på bl. a. hyresmarknadens funktionssätt, särskilda överväganden, se kap. 5.

Denna konstruktion har dock betydande olägenheter. Avgörande för avtalets innehåll blir vinstens storlek vid avtalstidpunkten. Skulle låneemissionen ske i ett onormalt högt vinstläge innebär värdeklausulen, att lånets nominala värde i fortsättningen sjunker. Emitteras lånet däremot när vinsten är onormalt liten måste en snabb anpassning uppåt ske. Om ett nettovinstbegrepp användes, kan vidare skuldernas värde fluktuera till följd av företagets interna förmögenhetsdispositioner utan att därför någon förändring av den reella förmögenhetssituationen skett.

Närmast sitt syfte skulle vinstandelslånen komma, om kontraktsenheten anknöts till den egentliga bruttovinsten, ehuru i sådant fall låntagaren skulle utsättas för obehaget att fixera sina åtaganden utan hänsynstagande till bl. a. skattepostens storlek. Därtill kommer, att lån av detta slag inte kan användas vid starten av nya företag, eftersom i det läget ingen vinst existerar, som kan göras till »basindex».

Eftersom det inte förefaller troligt, att vare sig låntagare eller långivare skulle anse sig vara betjänta av värdelån konstruerade på detta sätt, torde det vara nödvändigt att överväga andra lösningar. Den enda existerande formen av lån, vars avkastning mer eller mindre direkt anknyter till företagets vinstresultat, är s. k. participating debentures.[1] De kallas här *vinstandelslån*. Deras främsta karaktäristika är, att avkastningen göres beroende av *aktieutdelningens* storlek. Detta samband kan utformas på i princip tre olika sätt.

Alternativ I. Lånet emitteras till pari och åsättes en garanterad minimiräntesats. Årsräntan förändras i samma proportion som den årliga utdelningen per aktie förändras, varvid denna följsamhet dock endast gäller för variationer av aktieutdelningen *ovanför* den nivå, som rådde vid tidpunkten för vinstandelslånets emission. (Exempel: Ett lån med garantiräntan 5 % emitteras vid en tidpunkt, då utdelningen per aktie är 10 kr. En utdelningshöjning till 13 kr. eller med 30 % höjer lånets räntesats till 6,5 %. Sänkes utdelningen nästa år till 8 kr., sjunker låneräntan till 5 % och påverkas sedan av aktieutdelningens storlek först när denna åter överstiger 10 kr.)

Alternativ II. Lånet emitteras till pari och räntevillkoren innebär, att årsräntesatsen är en viss kvot av det procenttal, som utgör förhållandet mellan aktieutdelning och aktiernas nominella värde. (Om kvoten är 50 % uppgår årsräntesatsen vid en serie utdelningar på aktier [nom. värde = 100 kr.] av storleken 10, 13 och 8 kr. till 5, 6,5 resp. 4 %.)

Alternativ III. Lånet emitteras till en kurs, som är skild från pari, varvid förhållandet mellan emissions- och parikurs är detsamma som vid emissionstillfället gäller mellan marknadsvärdet av företagets aktier och deras nominella värde. Årsräntan motsvarar sedan utdelningen per aktie. (Exempel: Nominellt aktievärde 1 000 kr., marknadsvärde 2 000 kr. Vinstandelslånets skuldbevis emitteras till 2 000 kr., nominellt värde 1 000 kr. Vid en aktieutdelning av 100 kr. utgöres årsräntan av 100 kr. eller 5 %.)

Den principiella skillnaden mellan alt. I i förhållande till alt. II och III är såsom synes, att långivaren i det första fallet erhåller en nominal räntegaranti. Alt. II och III skiljer sig åt främst därigenom, att lån med avkastningsvillkor enligt III erhåller i princip samma av-

[1] Lån av typen participating debentures har i Sverige inte emitterats sedan mer än 30 år. Exempel på sådana lån återfinnes dock utomlands, bl. a. i USA.

kastningsvillkor som aktier, köpta vid samma tidpunkt. Detta är dock inte en nödvändig följd av konstruktionen. Genom att använda en annan relation mellan emissions- och parikurs, kan avkastningen sättas såväl högre som lägre än aktieavkastningen.

Genom årsräntans beroende av aktieutdelningens storlek regleras avtalets innehåll — med de gränser som anges av en eventuell nominal räntegaranti och med hänsynstagande till återbetalningsskyldighetens utformning, se nedan — av låntagarens beslut rörande aktieutdelningen. Långivaren befinner sig därvid i samma situation som aktieägaren med den skillnaden, att denne har åtminstone en teoretisk möjlighet att påverka innehållet i dessa beslut. Långivarna har dock i allmänhet ett underlag för bedömningen av företagets framtida utdelningspolitik och dess samband med rörelsens ekonomiska utveckling, varvid erfarenheten talar för att vinstutdelningen på längre sikt i de flesta företag måste ta skälig hänsyn till aktieägarnas krav på delaktighet i företagets förmögenhetstillväxt.

En förutsättning för att innehavare av vinstandelslån skall kunna betrakta avtalets innehåll såsom i nämnda avseende säkerställt är dock, att låntagaren inte har möjlighet att genom val mellan olika *former* av vinstutdelning undgå höjningar av lånens räntesats. Detta torde kräva, att sambandet mellan vinstandelslånens ränta och vinstutdelningen göres oberoende av om den senare sker i form av direkta utdelningar, fondemissioner eller särskilda förmåner vid nyemissioner.

Det finns i princip två sätt att skapa ett av vinstutdelningstekniken oberoende samband mellan företagets vinst och avkastning på vinstandelslån. Det ena sättet är att låta innehavarna av vinstandelslån delta i fond- och nyemissioner på samma villkor som aktieinnehavarna. Låntagaren måste således förbinda sig att vid fondemissioner, där gratisaktierna utdelas i en viss relation till utelöpande aktiekapital, emittera nya vinstandelslån i samma relation till den ursprungliga låneemissionen, varvid innehavare av vinstandelslån erhåller dessa skuldbevis på samma villkor som aktieägarna.

På samma sätt bör vid nyemission av aktier vinstandelslånens innehavare ges företrädesrätt till inköp av nya skuldbevis på villkor, som överensstämmer med de för aktieemissionen gällande. När det gäller den vanligaste formen av förmån till aktieägare vid nyemission, dvs. en emissionskurs som är så avvägd i förhållande till marknadskursen att teckningsrätten erhåller ett visst värde, torde dock vissa svårigheter föreligga att i låneavtalen precisera innehållet i dylika förmåner. En förutsättning är, att kursutvecklingen för vinstandelslånen blir jämförbar med aktiekursernas utveckling. Denna konstruktion lämpar sig bäst för (och är den enda möjliga vid) lån med avkastningsvillkoren utformade enligt alt. III ovan.

Det andra förfaringssättet innebär, att den vinstutdelning till aktieägarna, som sker i form av gratisemissioner och förmåner vid nyemissioner, återspeglas i en stigande ränta på vinstandelslånen. Fondemissioner jämställes således med höjd utdelning. En gratisemission med t. ex. en ny aktie på fyra gamla är vid oförändrad utdelning per aktie att betrakta som en utdelningsökning med 25 %. Skulle vinstandelslånets ränta utan hänsynstagande till fondemissionen uppgå till 5 % skall denna räntesats höjas med en fjärdedel till 6,25 %. För lån med nominal räntegaranti (alt. I) är detta detsamma som att garantiräntan höjts med en fjärdedel. För lån

med avkastningen bestämd till en viss kvotdel av den nominella utdelningsprocenten måste samma förfarande tillämpas. Utdelningsprocenten beräknas som förhållandet mellan total aktieutdelning och nominellt aktiekapital *exklusive* det genom fondemissioner skapade aktiekapitalet. Även i detta fall har således en nominalt fixerad undre gräns satts för lånets avkastning.

Någon möjlighet att enligt liknande schablonregler fastställa hur vinstutdelning i form av förmåner vid nyemissioner skall överföras till vinstandelslånens innehavare existerar däremot icke. Värdet av teckningsrätter för den individuelle aktieinnehavaren kan dock i efterhand fastställas. Regler för teckningsrätters värdering kan därvid införas i avtalet.

Ett särskilt problem utgör återbetalningsvillkoren. En rätt för låntagaren att efter viss tid inlösa skuldbevisen enligt deras nominella värde skulle kunna utnyttjas på så sätt, att höjningar av den direkta utdelningen uppsköts i avvaktan på fondemission, varefter lånen kunde inlösas strax före fondemissionen (eller — vid en fixerad förfallodag — fondemissionen förläggas efter denna tidpunkt). Enbart risken för operationer i detta syfte från låntagarnas sida kan få mindre önskvärda effekter på marknadsprisbildningen och försämra lånens likviditetsegenskaper. Det torde därför vara nödvändigt — och ur låntagarens synpunkt acceptabelt — att inlösning av skuldbevisen sker till marknadsvärde, varvid stor frihet bör kunna ges beträffande inlösningstidpunkten. Samtidigt bör innehavarna erhålla rätt att kräva inlösen till pari efter viss tid.

Beskrivningen av vinstandelslånens tekniska egenskaper ger dock ingen upplysning om huruvida avtal av detta slag i någon större utsträckning kan komma till stånd, dvs. om låntagare och långivare skulle finna det med sin fördel förenligt att utnyttja dem som alternativ till de övriga placerings- och finansieringsmöjligheter, som erbjudes. Såsom framgått av det föregående, torde vinstandelslånen erhålla avkastningsvillkor och riskegenskaper, som mycket nära ansluter till aktiens. Frågan måste därför ställas, vilka skäl som kan förebringas för att ett dylikt substitut till aktieformen skulle komma till användning.

Ur *långivarnas* synpunkt skulle vinstandelslånen kunna vara attraktiva i två avseenden. För det första innehåller sådana fordringar i sin egenskap av främmande kapital en mindre kreditrisk än aktier. (Lån av detta slag kan dock knappast förses med pantförskrivna säkerheter, dvs. inteckning i fast egendom. Lämpligen torde de böra utges såsom förlagslån.) För det andra kan lånen förses med en nominal räntegaranti. Gentemot dessa ur risksynpunkt gynnsamma egenskaper måste då ställas eventuella tekniska svårigheter att till vinstandelslånens avkastning överföra alla former av vinstutdelning samt avsaknaden av direkt inflytande över hur de för avkastningen avgörande besluten fattas. (Eftersom i värderingen av aktier måste antas ingå deras egenskap av äganderättsbevis, bör detta ha positiva effekter på kursnivån. Härvid kan dock en viss instabilitet i prisbildningen uppstå, varav vinstandelslånen sålunda inte skulle beröras.)

Av dessa olika faktorer skulle den lägre kreditrisken hos vinstandelslånen och förekomsten av en nominal räntegaranti kunna göra placerarna benägna att acceptera en lägre avkastning på dessa än på aktier. Å andra sidan bör uppmärksammas, att kraven på vinstandelslånens omedelbara avkastning kan vara relativt höga i ett läge, när den nya låneformen introduceras och

erfarenhet saknas av marknadsprisbildningen.

För låntagarna kan vinstandelslån under vissa förutsättningar utgöra ett alternativ till kapitalanskaffning genom aktieemissioner, under förutsättning att de kan emitteras med en lägre omedelbar avkastning än motsvarande aktieemissioner. Om villkoret för den lägre räntan är att lånen förses med en nominal räntegaranti, erbjuder de dock vissa nackdelar ur risksynpunkt i förhållande till aktier. Ett skäl, som talar för ett utnyttjande av vinstandelslån i stället för aktier, skulle kunna vara, att de förra saknar karaktären av delägarbevis och därmed ej medför något ägarinflytande för innehavarna. Möjlighet förefinnes dock att emittera aktier med en högst begränsad rösträtt, varför detta skäl inte är särdeles starkt. En annan konsekvens av en övergång till vinstandelslån är att dessa — i motsats till aktier — icke medför krav på avsättning till reservfonder. Å andra sidan förbättrar en aktieemission förhållandet mellan eget kapital och skulder, vilket kan vara en fördel med hänsyn till skyldigheten att göra avsättningar till skuldregleringsfond.

Det finns dock en annan faktor av väsentlig betydelse, som i praktiken torde bli avgörande för huruvida vinstandelslån kommer till stånd eller ej. Aktieutdelning är enligt svensk skattelagstiftning ej att betrakta som avdragsgill kostnad för företagen. Skulle avdragsrätt medgivas för de utbetalningar, som sker i samband med vinstandelslån, erhåller dylika lån en ur avkastningssynpunkt avsevärt bättre ställning än aktier. I ett kreditmarknadsläge, när svårigheter föreligger att till rådande räntesatser emittera vanliga lån, medan emissioner av vinstandelslån — liksom aktieemissioner — kan ske utan restriktioner, skulle det sålunda vara ur kostnadssynpunkt fördelaktigt att tillgodose finansieringsbehovet genom emissioner av vinstandelslån.[1]

Ur rådande institutionella förutsättningar kan också argument hämtas för en *långivarnas* preferens för vinstandelslån, vilken har sitt ursprung i de för bl. a. försäkringsbolag gällande restriktionerna vid aktieplaceringar. Enligt försäkringslagen får aktieinnehav redovisas endast för belopp motsvarande de s. k. fria fonderna, däremot icke för medel ingående i försäkringsfondens huvuddel. Även om vinstandelslån inte kan redovisas såsom ingående i försäkringsfond, skulle de dock kunna användas för placering av medel till belopp motsvarande försäkringsfondens s. k. fria sektor.

Avslutningsvis bör framhållas, att liksom vid aktier blir frågan om möjligheterna att med vinstandelslån skydda tillgångarna mot penningvärdets förändringar beroende av sambandet mellan penningvärdets utveckling och den ekonomiska utvecklingen hos det emitterande företaget. För en bedömning av vinstandelslån som substitut för placeringar med en allmän köpkraftsgaranti, dvs. reallån, måste således aktiers egenskaper i dessa avseenden vara vägledande (avsnitt 5). I förhållande till aktier skulle vinstandelslån med en nominal räntegaranti dock erbjuda ett förbättrat riskskydd för placerarna, framför allt i det fall, att företagets vinster nedgår samtidigt med att den allmänna prisnivån stiger.

3.6 Sammanfattning

Den i detta avsnitt utförda granskningen av möjligheterna att skapa värdelån med andra kontraktsenheter än pen-

[1] Skattefrågans läge med avseende på avdragsrätt för ränteutbetalningar vid vinstandelslån eller participating debentures är för närvarande inte klarlagd, se kap. 8.4.

ningen eller realenheter, har givit vid handen, att dessa möjligheter med rådande institutionella förutsättningar inte är påtagligt stora. Tekniskt användbara torde endast vara lån reglerade medelst partiprisindex samt s. k. vinstandelslån eller participating debentures. Däremot uppfyller knappast övriga här diskuterade låneformer kravet på teknisk precision och enkelhet vid tillämpningen.

Det skulle mot den bakgrunden kunna diskuteras, huruvida skäl föreligger att söka skapa nya eller förbättrade indexserier vilka kunde komma till användning vid låneavtal. Såvitt här kan bedömas skulle behov av nya indextal existera endast på ett område, nämligen när det gäller fastighetsvärdenas utveckling. Möjligheterna att konstruera och beräkna en dylik index måste dock undersökas i annat sammanhang. (För ytterligare diskussion av fastighetsvärden och byggnadskostnader såsom regleringsenheter i låneavtal, se kap. 5.)

Marknadsmässiga förutsättningar

I det föregående har olika egenskaper undersökts hos olika värdelån för att utröna deras attraktivitet ur låntagar- resp. långivarsynpunkt. De omdömen som kan fällas måste bli vaga och föga entydiga. När det gäller lån med *specialindex*, dvs. partiprisindex, delindextal, produktpriser, fastighetsvärden etc., synes det dock föga troligt, att dessa lån skulle kunna tillfredsställa hushållens behov av skydd mot penningvärderisken. För de långivare, som främst är intresserade av sina tillgångars allmänna köpkraft, innebär specialindexlånen snarast ett större risktagande än penninglån. Detta intryck förstärkes av att indexklausulerna ofta skulle bli relativt komplicerade och kräva ingående kännedom om de olika indexseriernas konstruktion och innebörd. För att avtal med hushåll och företag som parter skall komma till stånd krävs således förhållandevis goda avkastningsvillkor på detta slags indexlån, vilket i sin tur innebär att de måste i väsentlig mån förbättra låntagarens risksituation. För kapitalmarknadsinstitut med möjlighet att sammansätta lån med olika slag av indexklausuler i större portföljer skulle placeringar i specialindexlån kunna te sig mer attraktiva, ehuru de knappast torde ersätta indexlån.

Å andra sidan kan den möjligheten inte uteslutas, att företagen som långivare skulle vara intresserade av en indexklausul som närmare anknöt till företagets verksamhet än en allmän köpkraftsenhet. Förutsättningar för specialindexlån skulle därmed företrädesvis föreligga vid kredittransaktioner mellan företag.

Förutsättningarna för uppkomsten av en marknad för vinstandelslån sammanhänger dels med den allmänna kreditmarknadssituationen dels med de institutionella förutsättningar som råder. I en kreditmarknad, där företagen utan restriktioner kan tillgodose sitt kreditbehov på den reguljära lånemarknaden, kan det vara svårt att finna något skäl för låntagarna att använda sig av vinstandelslån. Situationen blir väsentligt annorlunda om kreditransonering råder och företagen för kapitaltillskott är hänvisade till aktiemarknaden. För att vinstandelslån i detta läge skall te sig gynnsammare än aktieemissioner torde dock ytterligare krävas, att räntan på dessa lån behandlas som avdragsgill kostnad vid beskattningen. Den förbättring av avkastningsvillkoren, som därmed kan uppnås på vinstandelslån, borde också stimulera långivarnas intresse för vinstandelslån. Det är vidare troligt, att vinstandelslån skulle efterfrågas av försäkringsbolagen såsom ett substitut för aktier. Deras aktieköp be-

gränsas nu av lagens bestämmelser. Särskilt förbudet att förvärva aktier för mer än 5 % av röstetalet i ett enskilt bolag synes vara ett hinder som kan undgås med vinstandelslån.

Valfrihet mellan olika slags värdelån

Det skulle här kunna hävdas, liksom skedde i samband med diskussionen av begränsade reallån, att det ur ekonomiskt-politisk synpunkt är av föga intresse att söka bilda sig en uppfattning på förhand om värdet av olika slags låneformer. Om kreditmarknadens parter finner sig vara betjänta av att införa andra kontraktsenheter än penningen kommer detta också att ske. De politiska åtgärderna skulle därvid inskränka sig till att skapa de institutionella förutsättningarna för ett såvitt möjligt fritt val mellan olika kontraktsenheter.

På åtminstone ett par punkter uppstår dock tvekan angående möjligheterna att realisera ett dylikt program. Vid valet av beskattningsprincip för indexlån uppträder i en rad sammanhang frågan om innebörden av begreppet »indextillägg» och svårigheterna att vid oklarheter i detta avseende nå en adekvat utformning av skattereglerna. Särskilt framträdande blir detta problem i den mån man önskar införa ett realt moment vid värdelåns beskattning. Det finns också anledning att återkomma till frågan om önskvärdheten av en flerfald kontraktsenheter i samband med diskussionen av indexklausulens förekomst inom bank- och försäkringsväsende. Valfriheten kan dessutom behöva inskränkas för att det skall bli möjligt att ordna säkerhet för värdelån mot pantförskrivning av fast egendom.

De följande utredningarna måste ske mot bakgrunden av de slutsatser, som nåtts angående den centrala egenskapen hos olika slags värdelån, nämligen deras förmåga att reducera de med kredittransaktioner förenade riskerna. Om målet antas vara att i första hand minska de risker, som föranledes av osäkerhet om penningvärdets framtida utveckling, måste valet falla på den låneform, som här kallats reallån. Det kan också uttryckas så, att detta mål inte kan realiseras med *samma* medel som dem, vilka skulle krävas för att reducera eller eliminera den vid lånefinansiering av investeringsprojekt ofrånkomliga företagarrisken, föranledd av osäkerhet om möjligheterna att infria de med projektet förenade avkastningsförväntningarna.

4. Regleringsindex vid reallån

Huvudtemat i debatten kring värdesäkra lån är behovet av ett skydd mot förändringar av finansiella tillgångars allmänna köpkraft, mätt i konsumtionsvaror. Det torde också svara mot begreppet »skydd mot penningvärdeförsämring». De i föregående kapitel samt avsnitt 1 och 3 utförda undersökningarna visar att ingen av de värdemätare, som står till buds vid konstruktionen av låneavtal, kan på allvar konkurrera med en allmän konsumtionsprisindex, när det gäller spararnas behov av skydd mot detta slags risktagande. Diskussionen kan dock knappast slutföras utan att beröra frågan, i vilken utsträckning konsumentprisindex mäter penningvärdets förändringar med tillräcklig precision och även i övrigt motsvarar uppställda krav.

4.1 Konsumentprisindex som värdemätare

Avsikten är här inte att behandla de många teoretiska och praktiska svårigheterna vid indexberäkningar. Utrymmet ger endast möjlighet att antyda innebörden av två egenskaper hos konsumentprisindex. Den ena gäller dess re-

presentativitet såsom mätare av konsumtionens sammansättning inom olika konsumentgrupper. Den andra avser varornas kvalitetsförändringar och de möjligheter som finns att ta hänsyn härtill vid indexberäkningen.

Kvalitetsförändringar

Det sistnämnda problemet tillhör de klassiska inom prisindexteorin. Den svenska konsumentprisindexen avser att vara en kompensationsindex, dvs. man försöker få ett mått på vad som krävs för att konsumenten skall erhålla kompensation för inträffade prisförändringar. Syftet är — i överensstämmelse med internationella normer — »att mäta förändringarna i tiden av konsumentpriserna vid en given levnadsnivå». Sålunda formulerad måste målsättningen för konsumtionspristalets konstruktion sägas stå i samklang med de syften, som är förenade med tanken på införandet av indexlån.

Samtidigt är det en i hög grad omstridd fråga huruvida man faktiskt lyckats konstruera indextalet så, att det kan användas för beräkningar av de inkomsttillskott, som erfordras för upprätthållandet av en oförändrad levnadsstandard vid prisförändringar. Vid socialstyrelsens beräkning av konsumentprisindex eftersträvas en kontinuerlig anpassning av de insamlade prisuppgifterna till konstaterbara förändringar av produkternas kvalitet och därmed deras innehåll ur levnadsstandardsynpunkt. Denna anpassning måste ske enligt vissa schablonregler — varvid olika slag av teknisk expertis utnyttjas — och under inflytande av svårlösta definitionsproblem, särskilt när kvalitetsförbättringen sker genom att gamla produkter ersättes av nya. Socialstyrelsens egen uppfattning om möjligheterna att korrigera indextalet för inträffade kvalitetsförändringar framgår av följande citat ur publikationen *Konsumentpriser och indexberäkningar åren 1931—1959* (Sveriges officiella statistik, Stockholm 1961, sid. 24):

»Under — — — tidsperioden 1931—1959 har många kvalitetsförändringar inträffat. Endast ett fåtal av de varor, som återfanns i den år 1931 begagnade varulistan, finns i själva verket alltjämt i handeln — — —. Det är en öppen fråga, i vilken utsträckning man lyckats att på det ovan skildrade sättet ta hänsyn till kvalitetsförändringarna. I fråga om många varor sker kvalitetsförändringarna successivt och under lång tid, och dylika förändringar är svåra att fånga, men kan inte desto mindre vara mycket betydelsefulla. Som exempel kan nämnas livsmedel; i viss mening kan man för övrigt betrakta olika slag av livsmedel som olika kvaliteter av varan mat.»

Även om osäkerheten om möjligheterna att vid indexberäkningarna korrekt uttrycka innehållet i en »oförändrad levnadsstandard» sålunda är påtaglig, torde dock följande allmänna omdömen kunna fällas. För det första borde ett otillräckligt hänsynstagande till kvalitetsförändringar, som ju i allmänhet är liktydiga med kvalitetsförbättringar, leda till en *överskattning* av den kompensation, som krävs för att upprätthålla en oförändrad levnadsstandard. För det andra måste konsekvenserna av denna missvisning hos konsumentprisindex bli större desto längre tidrymd standardjämförelsen avser.

Prisindexens huvudsyfte är att ange prisförändringarna under kortare perioder, dvs. ett à två år. Vid låneavtal kommer den dock att mäta prisförändringar över avsevärt längre perioder. Med den teknik som för närvarande står till buds vid indexberäkningarna torde det sålunda vara ofrånkomligt att den kompensation för penningvärdets fall, som utgår till långivaren, inte bara motsvarar det för upprätthållandet av en given levnadsstandard nödvändiga

tillskottet utan också innehåller en del av den standardstegring, som faktiskt inträffat under avtalsperioden.

Det kan dock ifrågasättas, om dessa påpekanden är något särskilt starkt argument mot konsumentprisindex som regleringsindex vid reallån. Konsumentprisindex är den allmänt accepterade mätaren av penningvärdets förändringar, även vid långtidsjämförelser. För huvudsyftet med värdefasta lån, att undanröja osäkerheten om finansiella tillgångars realvärde, torde konsumentprisindex utifrån denna allmänna konvention vara det enda tänkbara. Den omständigheten att indextalets ofullkomlighet medför en viss överkompensation till långivarna, torde få en naturlig återspegling i prisbildningen. Genom valet av räntesats på indexlån i förhållande till penninglån kan således denna överkompensation återföras till låntagaren.

Pristalets representativitet

Det andra problem, som här skall beröras, gällde konsumentprisindex' representativitet som mätare av konsumtionens sammansättning hos olika konsumentgrupper. Konsumtionspristalet, sådant det numera beräknas, kan sägas återge prisförändringarna i en genomsnittlig konsumtionsvolym. De i index ingående vägningstalen motsvarar således den privata konsumtionens värdemässiga fördelning. Konsekvensen härav för pristalets användbarhet vid låneavtal är, att indexklausulen ger en fullständig garanti för tillgångarnas realvärde endast när dessa användes för en konsumtion sammansatt i enlighet med den totala konsumtionsvolymen. Det enskilda hushållet kan lida standardförluster (eller standardvinster) när dess konsumtion har en sammansättning som avviker från den genomsnittliga. Detta problem anknyter till den tidigare diskussionen om låntagarens risksituation, ehuru det här rimligen måste ha väsentligt mindre proportioner.

Någon generell lösning av hur individuella värderingar skall uttryckas i valet av indexklausul kan inte anvisas. I olika sammanhang har dock frågan aktualiserats om särskilda index borde skapas som tar hänsyn till vissa konsumentkategorier. Framför allt har därvid åsyftats en särskild prisindex för pensionärer, vars levnadsstandard antas ha en annan sammansättning än den aktiva generationens. Frånsett de faktiska möjligheterna att konstruera dylika specialindex, synes det dock vara tvivel underkastat, om något egentligt behov av ett »pensionärsindex» vid låneavtal skulle föreligga. Den omständigheten, att konsumentprisindex utan debatt kommit till användning vid pensioners värdereglering både inom folkpensioneringen och vid den allmänna tilläggspensionen, tyder sålunda på att detta indextal skulle kunna accepteras även ur de här anlagda synpunkterna.

4.2 Indirekta skatter och subventioner

Konsumentprisindex avser att mäta *marknadspriserna*, dvs. de priser som konsumenten ställs inför på marknaden och som han faktiskt får betala. Dessa priser påverkas av indirekta skatter och statliga subventioner. Konsumentprisindex' utveckling är därför beroende av den indirekta beskattningens och produktsubventioneringens utformning och omfattning. Det betyder, att låntagarens förpliktelser vid indexlån skulle öka, när de indirekta skatterna höjdes, och minska, när statliga subventioner ökade, allt eftersom dessa förändringar påverkade den allmänna prisnivån.

Det skydd mot tillgångarnas värdeförändring, som *långivarna* kan antas

eftersträva, torde omfatta även prisförändringar till följd av ändrade skatteförhållanden. Realvärdet av en finansiell tillgång, mätt i en given volym konsumtionsvaror, påverkas otvivelaktigt på samma sätt av prishöjningar till följd av ökade indirekta skatter som av prishöjningar orsakade av andra faktorer. I den osäkerhet om penningvärdets framtida utveckling, som konstituerar behovet av indexlån, borde därför ingå även osäkerhet om den indirekta beskattningens framtida höjd.

Detta resonemang är dock inte utan vidare tillämpligt om höjningar av den indirekta beskattningen sammanfaller med motsvarande sänkningar av den direkta beskattningen. En indirekt skattehöjning som höjer prisnivån med ett visst antal procent motväges sålunda av en sänkning av den direkta inkomstskatten i samma proportion som prisnivåstegringen. Av intresse i detta sammanhang är främst pensionsförmåners värdereglering. Om de beskattas och en skatteomläggning av ovan antytt slag genomföres skulle en indexreglering av pensionerna medföra en realinkomstökning, som motsvarade sänkningen av den direkta skatten. Angående anknytande frågeställningar för indexlånens del, se kommentar till en nedan återgiven skrivelse till finansministern från Svenska Personal-Pensionskassan (SPP).

I väsentliga avseenden annorlunda ter sig problemet ur *låntagarens* synpunkt. Om denne är innehavare av realkapital, vars värde är beroende av prisutvecklingen på vissa varor och tjänster, kommer detta värde i princip inte att påverkas av förändringar i den indirekta beskattningen. Upplåning mot en indexklausul, som innebär att betalningsförpliktelserna påverkas av den indirekta beskattningens höjd, måste därför betraktas som en försämring av indexlåns riskegenskaper.

Ur låntagarsynpunkt skulle det således föreligga behov av ett pristal, som registrerade prisnivåns förändringar exklusive indirekta skatter och subventioner. Styrkan av detta behov beror av bedömningen av skattepolitikens framtida inriktning. Skulle man allmänt förvänta sig att framtida skattehöjningar i väsentlig utsträckning sker i konsumtionsbeskattningens form liksom att även en omfördelning av skattebördan från direkt till indirekt beskattning kommer att företas, kan valet mellan index- och penninglån påverkas av indexklausulens konstruktion.

Behovet av en från indirekta skatter och subventioner rensad konsumentprisindex har aktualiserats i andra sammanhang, där indexklausuler utnyttjas. En statlig utredning har haft i uppdrag att undersöka hur en sådan indexserie skall definieras och beräknas (1958 års indexutredning i *Nettoprisindex*, SOU 1958: 36). De sakkunniga nödgades därvid konstatera, att det statistiska underlaget saknas för utarbetandet av en teoretiskt tillfredsställande indexserie, som rensats från inflytandet av indirekta skatter och subventioner. Utredningen var därför hänvisad till ett mera konventionellt rensningsförfarande, som endast kan ges en operationell tolkning. Den föreslog, att rensningen av konsumentprisindex skulle omfatta endast sådana indirekta skatter och subventioner (till hela deras belopp), som är direkt knutna till färdiga nyttigheter för den privata konsumtionen. Man sade sig dock vara medveten om att en korrigering för indirekta skatter endast i det sista distributionsledet medförde en rad brister hos nettoprisindex:[1]

»För det första blir, såsom nämnts, kravet på kongruens mellan den privata konsumtionen och avdragstermerna för de indirekta skatterna ej tillgodosett. Detta leder

[1] Nettoprisindex, sid. 96 f.

till att sådana förändringar i den indirekta beskattningen, som innebär en förskjutning i denna från tidigare till senare led av produktions- och distributionskedjan för konsumtionsnyttigheter eller tvärtom, kommer att påverka den korrigerade index. För det andra måste man räkna med att det stundom kommer att uppkomma tveksamma gränsfall av indirekta skatter och subventioner, för vilka det blir svårt att avgöra huruvida de skall beaktas eller ej vid korrigering av konsumentprisindex. Uppstår sådana tveksamma gränsfall i större utsträckning riskerar indexens ställning i förtroendehänseende att härigenom rubbas.»

Angående egenskaperna hos den enligt utredningens förslag rensade indexen framhåller man:

»Vid exempelvis en höjning av indirekta skatter på färdiga konsumtionsvaror eller vid införandet av nya skatter av detta slag kommer denna index ej att påverkas under förutsättning dels att ifrågavarande skatteförändring övervältras 100-procentigt, dels att inga sekundära verkningar av skatteförändringen förekommer. Såsom framhållits i kapitel III innebär detta dock icke att den rensade indexen vid en allmän prisstegring behöver stiga mindre än den orensade, inte ens om de indirekta skatterna samtidigt stiger. I en situation där det indirekta skattesystemet till stor del bygger på kvantitetsskattesatser — och detta är för närvarande fallet med det svenska systemet — verkar de indirekta skatterna stabiliserande på marknadspriserna så länge skattesatserna inte ändras. Det kan därför såsom framhållits mycket väl tänkas att den rensade indexen i en inflationsperiod kan komma att stiga snabbare än den orensade beroende på att priserna exklusive de indirekta skatteelementen stiger relativt mer än de totala marknadspriserna, vilket innebär att det relativa indirekta skattetrycket sjunker. Utredningen anser det angeläget att understryka detta, då det kan medföra att den rensade indexen, i den mån den kommer till utnyttjande i löneavtal etc., i vissa situationer icke kommer att få den stabiliserande verkan som det stundom förmodats.»

Något arbete med en rensning av konsumentprisindex på det av 1958 års indexutredning angivna sättet har ej påbörjats. För närvarande existerar sålunda inte något underlag i form av officiella pristal, när det gäller att konstruera indexklausuler med syfte att från indexregleringen undanta prisförändringar till följd av ändrad beskattning.

Det kan tilläggas att SPP i skrivelse till finansministern den 27 februari 1963 hemställt, att frågan om en annan utformning av det s. k. pensionspristalet upptas till utredning med syfte att eliminera verkningarna av förändrade indirekta skatter. SPP anför, att företaget genom nya återbäringsregler beretts möjlighet att kompensera sina pensionstagare för penningvärdets förändringar. Kompensation har således lämnats SPP:s pensionstagare även för de stegringar av pensionspristalet (vilket helt överensstämmer med konsumentprisindex), som härrör ur införandet år 1960 av allmänna varuskatten på 4 % och dess höjning 1962 till 6 %. SPP:s styrelse har däremot icke tagit ställning till frågan om eventuella framtida höjningar av varuskatten skall behandlas på samma sätt i återbäringshänseende.

SPP anser följande:

»Vad som talat för att låta konsumentprisindex och därmed pensionspristalet till fullo ligga till grund för kompensationens storlek har i främsta rummet varit det förhållandet, att nämnda indexserier begagnas vid indexregleringen av folkpensionen och allmänna tilläggspensionen samt att det inte finns någon officiell indexserie som är rensad från ändringar i den indirekta beskattningen. Men ju mer prisläget kommer att bero på nya eller ökade indirekta skatter, desto mera betänksam måste man å andra sidan ställa sig till att framdeles låta nuvarande konsumentprisindex bli normgivande för vad som bör betecknas som full kompensation för prisstegringar. Risken för att det i stället blir överkompensation är nämligen påtaglig.

Sistberörda förhållande illustreras på ett klargörande sätt av Herr Statsrådets ytt-

rande i den till årets statsverksproposition fogade finansplanen (sid. 8):

'Den förhållandevis kraftiga ökningen av inkomster och lönekostnader har utlöst en prisstegring, som varuskatten inräknad uppgått till närmare 5 procent under loppet av 1962. Exkluderas effekten av den allmänna varuskattens höjning, vilken ju utgjorde ett led i en total skattesänkning, begränsar sig prisstegringen till 3 procent.'

Då SPP med tillämpning av det officiella pensionspristalet lämnar ett kompensationstillägg om 5 % för prisstegringen under år 1962, innebär detta sålunda att man delvis lämnar kompensation för en prisstegring som redan kompenserats på annat sätt, nämligen genom sänkning av de direkta skatterna. Och det är att märka, att skattesänkningen kommit just de inkomsttagargrupper till godo som till största delen tillhör SPP:s pensionärsklientel.

— — —

Givetvis kan SPP:s styrelse vid framtida beslut om kompensationstillägg göra egna reduceringar för indirekta skatter i indexserien, men sådana reduceringar blir alltid i viss mån godtyckliga och framstår i varje fall så för den enskilde pensionstagaren, som svårligen kan förstå, varför det procentuella tillägget från SPP utgår efter andra mått än tilläggen till de allmänna pensionerna.

Det anförda pekar hän mot, att i stället för eller som komplement till nuvarande konsumentprisindex en ny indexserie bör framräknas, som är bättre ägnad att läggas till grund såväl för indexreglering av folkpensioner och tilläggspensioner som för bestämmande av kompensationstillägg på pensioner från SPP/PRI och andra privata pensioneringsorgan.»

De av SPP aktualiserade frågorna har anknytning till konstruktionen av indexlåns regleringstal på så sätt, att om värdesäkra pensioner införes och dessa regleras med en från indirekta skatter och subventioner på ett eller annat sätt rensad prisindex, erhålles fullständig överensstämmelse mellan kontraktsenheter i försäkringsföretagets åtaganden och placeringar endast om de senare sker i indexlån, reglerade med samma pristal. Det bör också observeras att införandet av indexlån, som inte lämnar kompensation för indirekta skatteförändringar, kan leda till att försäkringsbolagens åtaganden inte gäller indirekta skatters effekt på prisnivån.

Mot bakgrunden av att behov i en indexlånemarknad torde föreligga av en regleringsindex, som inte påverkas av förändringar i den indirekta beskattningen, är införandet av en nettoprisindex otvivelaktigt påkallat. Huruvida detta syfte kan uppnås genom beräkningen av den av 1958 års indexutredning föreslagna nettoprisindex synes däremot vara svårt att avgöra. En alternativ möjlighet är att direkt i låneavtalet inskriva villkor, som i viss — eventuellt också tillräcklig — mån tillgodosåg samma syften som utnyttjandet av en nettoprisindex. I princip innebär detta, att en rensning sker för förändringar i vissa särskilt angivna skatteformer. Denna rensning kunde i första hand inriktas på den allmänna varuskatten, vilket skulle kunna vara tillräckligt med hänsyn till att denna skatteform — i varje fall för närvarande — har de största konsekvenserna för pristalets utveckling. Den omständigheten att varuskatten ej omfattar vissa nyttigheter, främst bostäder, behöver inte vara någon avgörande svårighet. Särskilda reduktionstal, grundade på information om hyrespostens relativa vikt i konsumentprisindex, kan användas för att utesluta denna nyttighet från rensningsförfarandet. I stort sett skulle därmed, såvitt den allmänna omsättningsskatten angår, samma resultat uppnås som om en nettoprisindex av tidigare beskrivet slag användes. Den allra enklaste formen för en dylik rensningsklausul är att föreskriva, att lånets inlösningsbelopp ej skall påverkas av den allmänna varuskattens förändringar. Regleringstalets procentuella stegring minskas (ökas) då med det antal pro-

centenheter, som varuskatten under kontraktsperioden stigit eller sjunkit.

4.3 Inflation och sjunkande produktivitet

För en låntagare, som avser att uppta ett indexreglerat lån, kan en förbindelse att ersätta långivaren för alla förändringar av konsumentprisindex betraktas som ett alltför riskfyllt åtagande. Såsom framgått av diskussionen i kap. 2.3 gäller detta särskilt prisstegringar som orsakas av företeelser, som normalt inte sammanhänger med högkonjunktur och ett allmänt högt efterfrågetryck. Typfall för dylika inflationsprocesser utgör dels en s.k. knapphetsprisstegring i samband med en produktivitetsförsämring av större omfattning, dels prisstegringar till följd av försämrade bytesrelationer gentemot utlandet. I båda dessa fall kan låntagaren hysa tvekan huruvida hans återbetalningsförmåga — genom i motsvarande grad stigande intäkter — kommer att anpassas till den ökade skuldbelastningen. Låntagarna kan sålunda betrakta det som angeläget, att deras betalningsskyldighet begränsas i ekonomiska och politiska krissituationer.

Olika metoder har övervägts, varmed dylika önskemål skulle kunna tillgodoses. En teoretiskt sett tillfredsställande lösning är att lånen regleras med två alternativa index, dels en konsumentprisindex, dels en inkomstindex. Lånets nominala värde skulle därvid för varje regleringsperiod anpassas till den index, som stigit *minst*. Har sålunda prisnivån stigit mer än de nominala inkomsterna i samhället, tyder detta på en nedgång av den samhälleliga produktiviteten. När nominalinkomsterna ökat snabbare än prisnivån är det uttryck för en realinkomststegring, för vilken långivarna ej erhåller kompensation. På detta sätt konstruerade indexlån är med andra ord begränsat värdebeständiga i den meningen, att de har en *nedåtriktad standardföljsamhet*. Vid en ogynnsam allmän ekonomisk utveckling ger de en otillräcklig kompensation för penningvärdets fall. Med utgångspunkt från att ett sådant utfall kan av allmänheten tillmätas en relativt liten sannolikhet, skulle detta dock endast i mindre utsträckning behöva påverka långivarnas värdering av lånen, medan ett skydd mot inte särskilt troliga men mycket stora förluster kan betraktas som ett väsentligt värde ur låntagarsynpunkt.

Vissa svårigheter föreligger dock att realisera denna tanke. Något direkt användbart indextal, som utvisar den samhälleliga genomsnittsinkomstens förändringar finns sålunda icke. De genomsnittstal, som kan framräknas ur nationalräkenskaper eller ur statistiken över taxerade inkomster, är knappast användbara för detta ändamål. De enda indexserier, som står till buds, är socialstyrelsens statistik över timlönen inom industrin och vissa andra näringsgrenar (bl. a. lantbruket). Den redovisas i genomsnitt för hela industrin och för olika industri- och branschgrupper (varvid materialet uppdelats på män och kvinnor). Index för genomsnittsinkomsten för industriarbetare skulle kunna användas såsom mätare på produktivitetsutvecklingen inom den i sammanhanget väsentligaste ekonomiska sektorn.

Den ur praktiska synpunkter allvarligaste invändningen mot löneindex är, att den registrerar lönenivån med en tidsmässig eftersläpning, som väsentligt överstiger konsumentpristalets. För närvarande är således socialstyrelsens preliminära statistik över den årliga industriarbetarlönen tillgänglig först efter ca ett år och den slutliga redogörelsen

publiceras ytterligare några månader senare. (Vissa uppgifter om löneutvecklingen insamlas och bearbetas dock kvartalsvis.) Löneindex är sålunda inte användbar för en snabb anpassning av låneskuld och ränteutbetalningar. Sådan den nu beräknas, avser den dessutom en längre period än den, varunder prisnivåförändringarna registreras. Däremot skulle den kunna användas vid fasta lån med längre löptid och utan indexreglering av räntebetalningarna, där frågan om indextilläggets storlek blir aktuell först vid lånets inlösen. Svårigheterna att ta hänsyn till den nominala inkomstutvecklingen under avtalsperiodens sista år skulle i sådana fall måhända spela mindre roll. Dock kan problem uppstå i samband med lånets värdering under löptiden såväl i låntagarens skuldbalans som på värdepappersmarknaden.

Det bör tillfogas, att det inte torde vara uteslutet att genom en större resursinsats än för närvarande erhålla både tätare och snabbare registreringar av löneutvecklingen. Skulle i samband med uppkomsten av en indexlånemarknad behov i större omfattning uppstå att erhålla en tillförlitlig löneindex som kompletterande regleringsindex i låneavtal, kan således de nu berörda institutionella förutsättningarna komma att förändras.

En alternativ utväg är att begränsa indexklausulens omfattning på något av de sätt, som diskuterats i avsnitt 2. De begränsade indexlånen fungerar dock ej på det här avsedda sättet. De medför i stället en befrielse från skyldigheten att utge kompensation för prishöjningar ovanför en viss nivå, oberoende av deras orsaker.

Av värde kan därvid under vissa förutsättningar vara att erhålla en begränsning av återbetalningsskyldigheten genom att maximera inlösningsbeloppet i kronor. Utgångspunkten är antagandet, att låntagarens risker för stora förluster sammanhänger med risken för att prisstegringen i märkbar omfattning kommer att överstiga den förväntade. Denna lånetyp är dock förenad med vissa nackdelar ur likviditetssynpunkt och erbjuder en svåröverskådlig marknadsprisbildning, varför den ur kapitalplacerarnas synpunkt kan komma att omfattas med mindre intresse. I varje fall kan låntagaren knappast erhålla det angivna riskskyddet utan att erbjuda högre räntesatser.

Slutligen bör erinras om de möjligheter, som existerar att i politisk ordning upphäva eller begränsa låntagarnas återbetalningsskyldighet i kriser av allvarligare karaktär. Med hänsyn till att dylika situationer ofta förenas med knapphetsprisstegringar skulle behovet av beslut om moratorium antagligen öka om en indexlånemarknad existerade.

5. Aktien som värdesäkert placeringsobjekt

Det är naturligt att avsluta undersökningen i detta kapitel av olika värdesäkra placeringsformer med en granskning av aktiens egenskaper 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. Dess egenskap av realplacering tas ofta som intäkt för att aktier erbjuder ett skydd mot penningvärderisken, som fordringar i allmänhet inte ger. Mot den bakgrunden är det befogat att ställa den allmänna frågan, om aktier (och därmed närbesläktade placeringsformer, t. ex. vinstandelslån) är likvärdiga med indexlån för de sparare, som eftersträvar realt säkra placeringsformer.

5.1 Hushållens innehav av aktier

Till de argument för införandet av indexlån, som redovisades i kap. 1, hör uppfattningen, att aktier är ett svårhanterligt placeringsobjekt för mindre förmögenhetsägare. Innehav av aktier innebär att man bär en del av själva företagarrisken. Möjligheter att reducera konsekvenserna av detta slags risktagande har framför allt sådana placerare, som antingen besitter en ingående kännedom om näringslivets villkor i allmänhet och de aktieemitterande företagens situation i synnerhet eller som har möjlighet att i stora portföljer sammansätta aktieinnehavet på ett sådant sätt, att det sprids över ett större antal företag med sinsemellan olikartade riskegenskaper.

Stöd för tesen att aktier betraktas som en exklusiv placeringsform av hushållen i allmänhet finner man i undersökningar som gjorts av aktieägandets struktur. Härav framgår att, oavsett vilka skälen nu må vara, aktieägande förekommer inom en mycket liten andel av de svenska hushållen — med säkerhet mindre än 10 %. Dessutom är inslaget av aktier långt mindre i smärre förmögenheter än i stora förmögenheter.

Av 1945 års folkräkning framgick, att antalet aktieägare utgjorde 165 000. Aktieinnehavet hos 60 % av dessa översteg ej 5 000. Av det totala aktievärdet torde deras innehav representera högst 5 %. De 11 000 största aktieägarna (med ett aktieinnehav på mer än 100 000 kr) ägde å andra sidan ungefär 2/3 av totalvärdet. År 1951 ägdes 4 % av börsaktierna av personer med förmögenheter på högst 30 000 kronor, medan drygt 21 % ägdes av personer med förmögenheter över 1 miljon kronor (vilka representerade 1,6 % av samtliga aktieägare). Enligt 1957 års undersökning av hushållens sparande ingick aktierna i förmögenhetsbalansen hos 5,4 % av de svenska hushållen (medan 66 % redovisade banktillgodohavanden, 49 % tillgångar i försäkringsform och 42 % obligationsinnehav). — Dessa uppgifter är som synes inte helt aktuella. En reservation måste således göras för den utvidgning av aktieägandet, som kan ha inträffat under de senaste 5—6 åren. Till en sådan utvidgning kan de s. k. aktiestiftelserna ha bidragit genom sin sedan 1958 bedrivna försäljning av andelar i aktieportföljer. Det kan nämnas att aktieinnehavet hos *Stiftelsen Aktietjänst* den 27/5 1962 hade ett dagsvärde av ca 29 miljoner kronor. Antalet andelsägare uppskattas till ca 12 à 14 000 (uppgiften baseras på en undersökning från 1958 av antalet andelar, som i genomsnitt ingick i varje försäljningspost).

5.2 Aktievärdena och inflationen

De sparsamma informationerna om aktieägandets struktur säger i och för sig föga mer än att aktier hittills inte fått någon större spridning bland de svenska hushållen. Frågan om aktiers egenskaper ur värdesäkringssynpunkt och möjligheterna att genom aktieplaceringar nå en i riskhänseende tillfredsställande sammansättning av tillgångarna måste undersökas i annan ordning. Det bör därvid observeras, att den speciella risk, som härrör ur osäkerheten om det enskilda företagets solvens, inte behandlas. Huvudintresset ägnas i stället de *fluktuationer i real avkastning*, som antingen hela aktiemarknaden undergår eller också drabbar ett urval av aktier. Ett sådant betraktelsesätt är det naturliga, om man vill jämföra aktier med indexlån, vars främsta egenskap ju är att undanröja osäkerheten om den reala avkastningens höjd.

I första rummet skall följande problem belysas: 1) Sambandet kursutveckling-penningvärdeutveckling. 2) Den reala aktieavkastningens variationer på kort sikt. 3) Möjligheterna att sammansätta ur värdesäkringssynpunkt effektiva portföljer. 4) Den reala avkastningens höjd.

Det torde knappast råda någon tvekan om att index för aktiekurser och konsumentpriserna *över längre perio-*

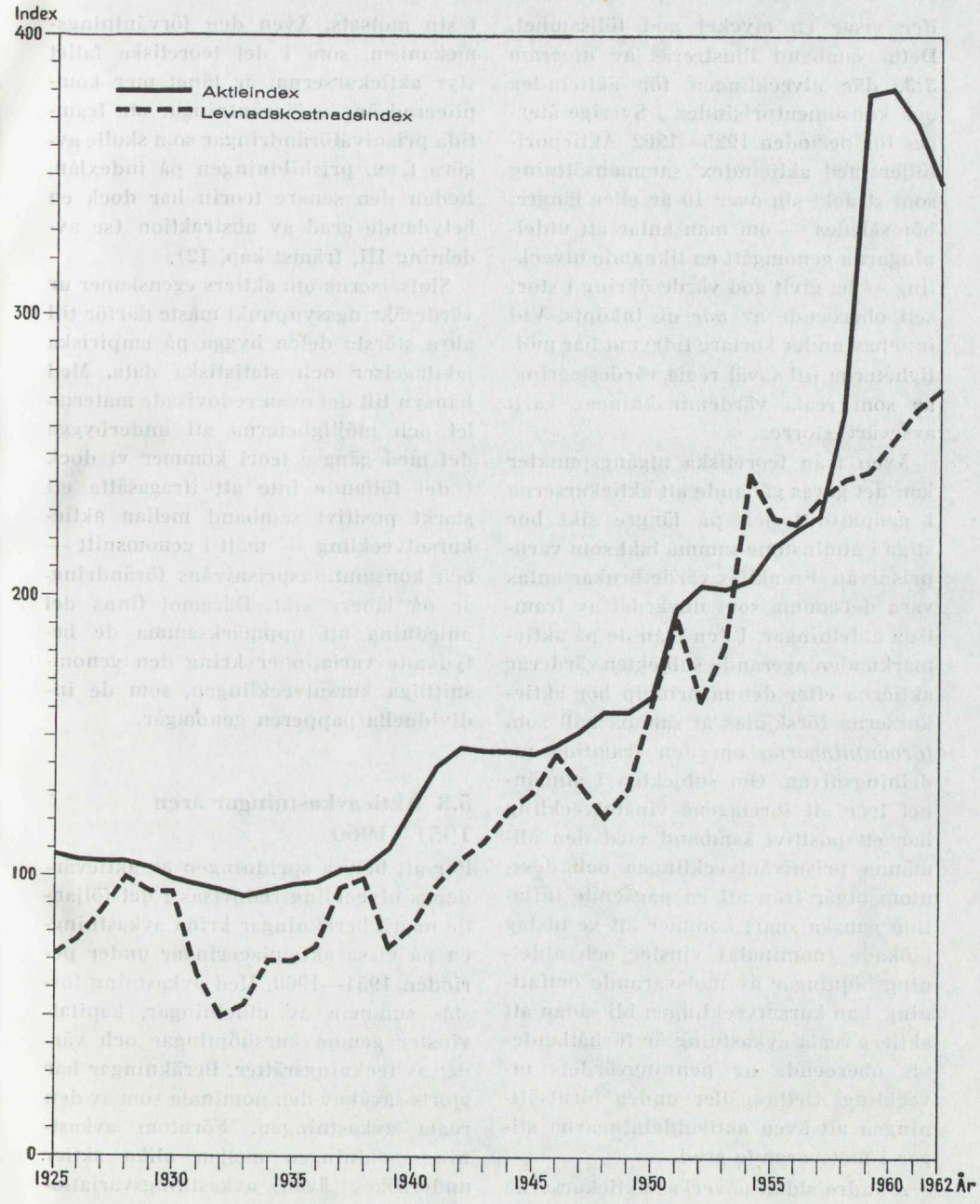


Diagram 3:3. Aktiekurser och levnadskostnader.
Redovisade siffror avser december resp. år. Index: Affärsvärldens aktieindex (1937 = 100) och levnadskostnadsindex (juli 1914 = 100) omräknad så att årsmedeltalet för 1937 = 100.

der visar en mycket god följsamhet. Detta samband illustreras av *diagram 3:3*, där utvecklingen för aktieindex och konsumentprisindex i Sverige återges för perioden 1925—1962. Aktieportföljer med aktieindex' sammansättning som sträckt sig över 10 år eller längre, bör således — om man antar att utdelningarna genomgått en liknande utveckling — ha givit god värdesäkring i stort sett oberoende av *när* de inköpts. Vid innehav under kortare tidrymd har möjligheterna till såväl reala värdestegringar som reala värdeminskningar varit avsevärt större.

Även från teoretiska utgångspunkter kan det göras gällande att aktiekurserna i genomsnitt och på längre sikt bör stiga i åtminstone samma takt som varuprisnivån. En akties värde brukar antas vara detsamma som nuvärdet av framtida utdelningar. I den mån de på aktiemarknaden agerande subjekten värderar aktierna efter denna princip bör aktiekurserna förskjutas åt samma håll som *förväntningarna* om den framtida utdelningsnivån. Om subjekten i allmänhet tror att företagens vinstutveckling har ett positivt samband med den allmänna prisnivåutvecklingen och dessutom utgår från att en pågående inflation ganska snart kommer att ge utslag i ökade (nominala) vinster och utdelningshöjningar av motsvarande omfattning, kan kursutvecklingen bli sådan att aktiers reala avkastning är förhållandevis oberoende av penningvärdets utveckling. Detta gäller under förutsättningen att även aktieutdelningarna stiger i motsvarande grad.

Å andra sidan påverkas aktiekurserna av en rad andra faktorer än aktieplacerarnas långsiktsförväntningar. Dessa faktorer är mindre väl kända; endast deras effekter kan iakttas i form av häftiga allmänna kursförskjutningar som snabbt kan upphöra och förbytas i sin motsats. Även den förväntningsmekanism, som i det teoretiska fallet styr aktiekurserna, är långt mer komplicerad än de förväntningar om framtida prisnivåförändringar som skulle avgöra t. ex. prisbildningen på indexlån. Redan den senare teorin har dock en betydande grad av abstraktion (se avdelning III, främst kap. 12).

Slutsatserna om aktiers egenskaper ur värdesäkringssynpunkt måste därför till allra största delen bygga på empiriska iakttagelser och statistiska data. Med hänsyn till det ovan redovisade materialet och möjligheterna att underbygga det med gängse teori kommer vi dock i det följande inte att ifrågasätta ett starkt positivt samband mellan aktiekursutveckling — mätt i genomsnitt — och konsumtionsprisnivåns förändringar på längre sikt. Däremot finns det anledning att uppmärksamma de betydande variationer kring den genomsnittliga kursutvecklingen, som de individuella papperen genomgår.

5.3 Aktieavkastningar åren 1951—1960

För att belysa spridningen av aktievärdenas utveckling redovisas i det följande några beräkningar kring avkastningen på vissa aktieplaceringar under perioden 1951—1960. Med avkastning förstås summan av utdelningar, kapitalvinster genom kurshöjningar och värdet av teckningsrätter. Beräkningar har gjorts såväl av den nominala som av den reala avkastningen. Förutom avkastningsspridningen mellan olika aktier undersökes även avkastningsvariationerna under 10-årsperioden för en och samma aktie. Härigenom kan fluktuationerna av aktievärdena och aktiers riskegenskaper på kort sikt studeras. Möjligheterna att reducera osäkerheten om den reala avkastningens nivå i större

aktieportföljer belyses med några exempel på graden av samvariation mellan olika aktier.

Företagsurvalet

Urvalet omfattar 27 större företag av de vid årsskiftet 1960/61 börsnoterade företagen. Vid urvalet har företagsstorleken mätts med aktiekapitalet vid 1960 års slut. Grängesberg med ett vid detta tillfälle nominellt aktiekapital om ca 300 miljoner kronor var därvid självskrivet. Av investmentföretagen har de tre största medtagits — alla har ett aktiekapital om 60 miljoner kronor eller däröver. Av »verkstadsföretag» har alla med ett aktiekapital på minst 100 miljoner kronor medtagits. Förutom de sju som erhålles med denna princip har beräkningar gjorts för Åtvidaberg. Inom »bruks- och trägruppen» har också 100-miljonersgränsen använts. Den ger i detta fall fem företag. Av övriga »industri- och handelsföretag» har de två största — Boliden och Tändsticksbolaget — medtagits. Dessutom har beräkningar skett för ett bryggeri, ett större handelsföretag och en cementindustri. Undersökningen omfattar också ett rederi, ett försäkringsbolag och de till aktiekapitalet största bankerna.

Valet av de största företagen bör medföra att de mest omsatta aktierna kommit med i beräkningarna. Den speciella urvalsprincipen innebär att undersökningen inte kan generaliseras till att gälla alla börsnoterade företag. Direkta jämförelser med olika aktieindexserier är inte heller möjliga.

Nominal avkastning

Avsikten är att mäta avkastningen när hänsyn tagits till såväl utdelning som kapitalvinster (eller kapitalförluster) i form av kursförändringar och försäljning av teckningsrätter. Följande definitioner har därvid använts:

a. *Utdelning.* Denna räknas som värdet av kupongen det år den inlöses. Kupongerna tänkes alltid bli inlösta vid årets slut.

b. *Kapitalvinst.* Denna räknas som skillnaden mellan köpkursen vid ett års slut och samma års början, sedan justeringar gjorts för eventuella fondemissioner.

c. *Teckningsrätter och nyemissioner.* Värdet av dessa har beräknats som en skillnad mellan aktiers köpkurs vid årets slut och emissionsvillkoren. Detta motsvarar värdet för en placerare, som utnyttjar teckningsrätten vid emissioner, men sedan säljer aktierna vid årets slut. Denna definition kan ge värden som avviker från de fondbörsnoterade värdena på teckningsrätter. Dessa värden är dock svåra att använda då teckningsrätterna noteras under en längre period och väsentliga kursvariationer förekommer.

Följande två olika avkastningsbegrepp kommer att användas:

a. *Genomsnittlig årlig avkastning.* Denna mätes som ett enkelt (aritmetiskt) medelvärde av de 10 årliga avkastningarna. Den årliga avkastningen (i %) mätes som kvoten mellan summan av utdelning, kapitalvinst och värdet av teckningsrätt (i täljaren) och aktiers värde vid årets början (i nämnaren).

b. *Effektiv årlig avkastning.* Den effektiva avkastningen brukar mätas som den konstanta räntesats som gör nuvärdet av kommande utbetalningar och inlösningsbelopp lika med dagskursen. Applicerat på aktier för en tioårsperiod skulle detta innebära att aktievärdet vid 1960 års slut (som motsvarar ett inlösningsbelopp) samt värdet av alla utdelningar och teckningsrätter under tioårsperioden diskonterade till 1951 års början med den effektiva räntesat-

Tabell 3:3. Nominal avkastning. Avkastning i löpande priser på aktier i 27 svenska fondbörsnoterade företag 1951—1960.

Företag	Genomsnittlig årlig avkastning i %	Effektiv årlig avkastning i %
Grängesberg	12,9	11,9
Custos	20,8	18,8
Industrivärden	22,0	21,1
Investor	19,9	18,1
Asea	14,2	12,1
Bofors	10,6	9,0
Elektrolux	15,8	12,5
Kullager ser A	15,9	14,4
LM Ericsson ser B	25,3	20,4
Metallverken	11,9	9,9
Volvo	17,1	14,0
Åtvidaberg	23,4	20,7
Billerud	16,2	14,7
Cellulosa	27,7	24,6
Korsnäs	25,3	22,5
Mo & Domsjö	27,1	23,2
St. Kopparberg	14,7	13,6
Uddeholm	12,9	10,9
Boliden	11,4	10,0
Pripp & Lyckholm	9,2	8,0
Skånska cement	15,7	13,1
Turitz	23,6	20,4
Tändsticksbolaget	18,7	16,4
Svenska amerikalinjen	6,8	5,0
Skandia	13,4	12,4
Skandinaviska banken	12,0	10,4
Svenska handelsbanken	8,5	7,4

sen skulle vara lika med köpkursen vid detta tillfälle.

Denna definition måste dock något modifieras för att beräkningar skall kunna ske. I stället kommer effektiv avkastning att definieras som den konstanta räntesats som ger likhet mellan inköpspris och det till inköpstidpunkten diskonterade värdet av kursen vid 10-årsperiodens slut plus värdet av alla utdelningar och teckningsrätter, när dessa använts för köp av nya aktier vilka tänkes försålda först vid periodens slut. Detta innebär att utdelningar och värdet av teckningsrätter reinvesteras i nya aktier med en avkastning som kan vara något skild från den effektiva avkastningen för perioden som helhet. I den vanliga definitionen på effektiv avkastning antas i stället all reinvestering äga rum till en räntesats som överensstämmer med den effektiva avkastningen.

Av tabell 3:3 framgår att den nominala avkastningen på flertalet aktier har varit hög under den studerade perioden när jämförelser görs med alternativa placeringsobjekt (t. ex. obligationer). Med utgångspunkt från den definition av effektiv avkastning som använts är det möjligt att beräkna kapitalvärdet vid den studerade periodens slut av ett belopp, som placerades i en aktie vid periodens början, och där utdelningar

Tabell 3:4. Real avkastning på aktier i 11 svenska fondbörsnoterade företag 1951—1960.

Företag	Real genomsnittlig årlig avkastning i %	Real effektiv årlig avkastning i %
Grängesberg	7,9	7,1
Custos	15,8	12,9
Industrivärden	17,1	15,9
Asea	9,6	7,3
Volvo	12,5	9,1
Cellulosa	22,2	19,3
St. Kopparberg	9,8	8,5
Turitz	20,4	18,3
Svenska amerikalinjen	2,3	0,4
Skandia	8,8	7,5
Svenska handelsbanken	4,1	2,7

och teckningsrätter hela tiden placerats i samma aktie (men till den kurs som rådde vid tidpunkten för utdelningskupongens inlösning). En effektiv avkastning på 7,5 % innebär en fördubbling av kapitalet under 10-årsperioden, en avkastning på 12 % att kapitalet är tre gånger större, 16 % fem och en halv gånger större och 24,5 % nio gånger större.

Real avkastning

I detta sammanhang är det av särskilt intresse att beräkna storleken av den reala avkastningen (dvs. avkastningen mätt i fasta priser). I det syftet deflateras samtliga nominala årliga avkastningar med prishöjningen under det aktuella året. Som prisindex användes här konsumentprisindex. Följande välkända samband gäller:

real årlig avkastning mätt i procentenheter =

$$\frac{\text{(nominal årlig avkastning — procentuell indexändring)}}{100 + \text{procentuell indexändring.}} \cdot 100$$

Real avkastning har beräknats för elva olika aktier. Företagen har utvalts så att varje bransch eller kategori är representerad av ett eller flera företag. Resultatet redovisas i tabell 3:4.

En jämförelse mellan ovanstående tabell och den föregående, som redovisade den nominala avkastningen, visar att den reala legat 4 à 5 procentenheter lägre. Detta motsvarar ungefär den årliga indexhöjningen under perioden på ca 4,5 %. Att differensen mellan real och nominal avkastning är olika för olika aktier beror på det samband i tiden som funnits mellan prishöjning och kursförändring. En hög nominal avkastning under ett år med kraftig prishöjning innebär en lägre real avkastning än om samma nominala avkastning inträffat ett år med prisstabilitet.

Skattefaktorns betydelse

Värdestegringen spelar en stor roll för den höga avkastningen för flertalet av de här redovisade aktierna. Relationen mellan värdestegring och utdelning är avgörande för den avkastning olika placerare kan erhålla efter skatt. Nedan visas för fem aktier hur hög den nominala effektiva avkastningen hade varit om beskattningen på utdelningar och teckningsrätter varit 100 %, varvid endast den rena värdestegringen återstår. Kapitalvinstbeskattning blir i detta fall inte aktuell, då en tioårsperiod betraktas och beskattning av aktier erhållna i samband med fondemissioner baseras

Tabell 3:5. Nominal effektiv avkastning efter skatt.

	Skattesats		
	0 %	50 %	100 %
Grängesberg	11,9	10,0	7,8
Industrivärden	21,1		17,4
Asea	12,1		10,8
Cellulosa	24,6	22,7	21,1
Svenska handelsbanken	7,4		0,6

på inköpstidpunkten för den ursprungliga aktien.

Som jämförelse beräknas för de två största exportföretagen avkastningen efter skatt när utdelning och teckningsrätter beskattas med 50 %. Inte heller i detta fall blir kapitalvinstbeskattning aktuell annat än för de aktier som köpts för de fem sista årens utdelningar. Av beräkningsskäl har dock hänsyn ej kunnat tas till denna beskattning, vilket innebär att avkastningen efter skatt något överskattats. Se tabell 3:5.

För en tioårig obligation eller för en sparbanksräkning skulle den effektiva avkastningen ha varit antingen halva räntesatsen (vid en 50-procentig skatt) eller noll (skattesatsen 100 %).

Andra undersökningar av aktiers avkastning

Dessa resultat av ett fåtal observationer kan jämföras med en undersökning av aktieavkastningen, som baseras på ett större antal värdepapper och avser en längre tidrymd. (»Svensk Aktiemarknad», förf. Birger Möller, sid. 218 ff.) För samtliga börsbolag har beräknats dels procentuell kursökning per år dels effektiv avkastning (som här betyder kvoten mellan årlig utdelning och kursvärde) och dels vad som kallats aktieägarens »årsresultat» vid beskattning med 50 % av intäkterna. Därmed menas summan av (beskattade) utdelningar och (icke beskattade) kapitalvinster vid en tänkt investering, då aktierna försålts efter 5 år. Dessa belopp har sedan delats med genomsnittskursen/år under resp. perioder. Det är framför allt resultaten av det sistnämnda förfarandet, som direkt kan jämföras med de tidigare redovisade beräkningarna. Se tabell 3:6.

Avkastningsnivån på den svenska aktiemarknaden och aktieavkastningens spridning mellan olika aktiekategorier kan ytterligare belysas av de faktiska avkastningsresultat, som uppnåtts i en

Tabell 3:6. Effektiv avkastning samt »årsresultat» efter skatt på aktier i olika branscher.

	Kursökning/år i %	Effektiv avkastning	Aktieägarens »årsresultat» vid 50 % marginalskatt		
	1935—1959	1935—1959	1935—1959	1935—1944	1945—1959
Samtl. börsnoterade bolag	5,5	4,5	7,7	5,5	9,0
Grängesberg	6,2	5,2	8,8	10,0	7,8
Förvaltningsbolag	8,2	4,1	10,3	6,9	12,9
Bruk	7,4	3,8	9,3	9,7	9,6
Träbolag	8,3	4,4	10,5	6,6	12,6
Verkstäder	7,6	4,5	9,9	6,0	12,2
Hemmaförädlingsindustri	6,0	3,7	9,3	6,4	9,9
Rederier	6,3	5,0	8,8	12,7	6,2
Banker	2,3	4,7	4,7	2,9	4,7
Försäkringsbolag	1,0	4,6	3,3	—2,2	6,7
Preferensaktier	0,5	5,3	3,1	4,8	2,6

Tabell 3:7. Thulebolagens aktieportfölj vid 1959 års slut.

	Inköpsvärde	Marknadsvärde		Värdestegring	Medelutdelning	Eff. avkastning inkl. värdestegr.
	Milj. kr.	Milj. kr.	Procentuell fördelning	%	%	%
Verkstäder	32,2	60,6	24	88	6,5	15
Bruk	23,6	46,4	18	97	4,6	13
Skogsindustri	19,8	40,9	16	107	5,3	16
Förvaltningsbolag	14,5	40,6	16	180	5,5	17
Banker	12,8	19,2	8	50	5,8	11
Grängesberg	5,3	13,5	5	155	7,7	14
Järnverk	4,5	9,9	4	120	7,0	19
Kemisk-teknisk industri	4,7	9,9	4	111	5,0	14
Rederier	2,2	4,8	2	118	5,7	11
Gruvor	1,5	2,0	1	33	6,3	12
Kraftverk	1,4	2,0	1	43	4,6	10
Övriga	2,6	3,7	1	42	5,9	9
Summa	125,1	253,5	100	103	5,7	14,5

existerande aktieportfölj för perioden 1936—1959. Tabellen nedan återger resultatet, mätt med olika mått, av Livförsäkringsaktiebolaget Thules placeringar sedan 1936. Relationen mellan 1959 års marknadsvärde och de olika aktieposternas sammanlagda inköpspriser visar värdestegringen, medelutdelningen återger den genomsnittliga utdelningsinkomsten i förhållande till inköpsvärdet under den tid aktierna innehafts; den effektiva avkastningen är summan av båda dessa storheter, beräknad i medeltal per år och diskonterad till en räntesats.

Avkastningsvariationer

Förutom avkastningens höjd är variationerna i avkastningens storlek mellan olika perioder av betydelse vid valet mellan olika placeringsobjekt. Av två placeringar med samma genomsnittliga avkastning mätt över en längre period måste den placering som uppvisar de minsta variationerna i avkastning över tiden vara att föredra (om placeringssubjektet har aversion mot risker). En obetydlig variation i avkastning innebär att risken för förluster vid försäljningar är liten men samtidigt att chansen till försäljningsvinster också är liten.

Det är rimligt att tänka sig att de flesta placerare gör en avvägning mellan avkastning och de risker, som är förknippade med variation i avkastningen. En placering med stora variationer och därmed också stora risker kan då vara likvärdig med en placering med små variationer, om dess avkastning är större än på den mindre riskfyllda placeringen.

Det bör erinras om att obegränsade reallån (utan hänsynstagande till beskattningen) innebär fullständig variationslöshet i den reala avkastningen. Avkastningen på ett penninglån kommer däremot att (realt sett) variera omvänt med prisindex. Stora indexhöjningar innebär låg avkastning (eventuellt negativ avkastning) medan indexstabilitet eller sjunkande index medför högre real avkastning.

Tabell 3:8 innehåller data om variationerna på de årliga reala avkastningarna för 11 aktier under åren 1951—1960. Som en jämförelse återges variationerna i prisindex (med omvänt för-

Tabell 3:8. Variationer i årlig real avkastning (11 aktier).
Antal år med real avkastning i följande intervall.

Företag	—30 till —20 %	—20 till —10 %	—10 till —5 %	—5 till —0 %	0 till +5 %	+5 till +10 %	+10 till +20 %	+20 till +30 %	+30 till +40 %	+40 till +60 %	+60 till +80 %
Grängesberg			2	2	2		2	1	1		
Custos		1	1	1	1	1		3		2	
Industrivärden			1	1	2		1	3		2	
Asea		2	1	1	1	1	1		1	2	
Volvo	1	1	2	1			2	1		1	1
Cellulosa			1	2	2		1		1	1	2
St. Kopparberg		2		1		1	3	2	1		
Turitz		1		1	1	1	1	2	1	1	1
Svenska amerikalinjen	1	2	1	1	1	2		1		1	
Skandia		2	1	1	1		1	3	1		
Svenska handelsbanken		3	2		1		2	1	1		
Prisindex					1	6	1	1			
Samtliga aktier	2	14	12	12	12	6	14	17	7	10	4

tecken kan dessa ses som den reala avkastningen på ett penninglån med räntan 0 %).

Ett studium av tabellen visar att variationerna i real avkastning varit mycket stora för flertalet aktier. Detta gäller även jämfört med penninglån, som uppvisar den minsta variationen i tabellen. Det är uppenbart att såväl avkastning som avkastningsvariationer för aktier legat på helt andra nivåer än motsvarande karaktäristika för penninglån. Intressant är också det för vissa aktier relativt stora antal år som givit kraftiga negativa avkastningar. Ingen av de här studerade aktierna har haft mindre än två »dåliga år» och flera har haft upp till fem år med negativ real avkastning. Å andra sidan kompenseras dessa »dåliga år» med extremt »goda år» med reala avkastningar, som i enstaka fall uppgått till över 60 %.

Samvariation mellan aktiers avkastning

Det torde vara ett önskemål från de flesta placerares sida att kunna sätta samman aktieportföljer, som vid en given avkastningsnivå ger så liten variation i avkastningen som möjligt. Även om två olika aktier, var för sig, har en hög variation i avkastning, kan en portfölj sammansatt av dessa aktier under vissa förutsättningar uppvisa en mindre variation. Ger den ena aktien hög avkastning under de år då den andra aktien ger låg avkastning, stabiliseras portföljens avkastning. Det bör alltså vara av intresse att söka kombinera aktier som samvarierar negativt.

En undersökning av de i föregående avsnitt behandlade aktierna visar dock att för samtliga aktier föreligger en positiv samvariation (mätt som positiva korrelationskoefficienter). År med hög avkastning brukar således inträffa samtidigt för flertalet aktier och möjligheterna att över kortare perioder kompensera låg avkastning på några aktier med hög avkastning på andra för att erhålla en stabil portfölj är således starkt be-

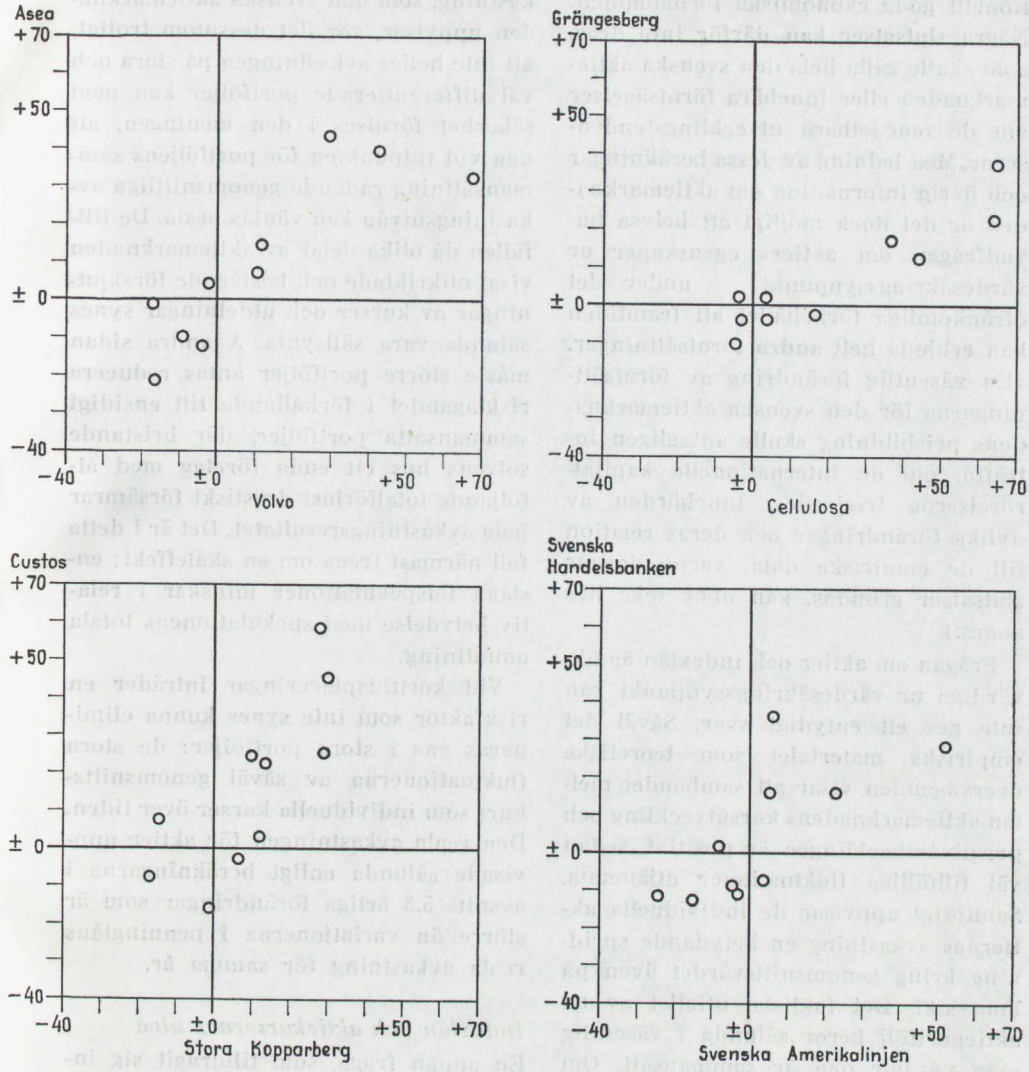


Diagram 3:4. Samvariation i real årlig avkastning mellan olika aktier. Siffrorna anger procenttal.

gränsade. (Det finns knappast skäl att tro att förhållandena skulle vara väsentligt annorlunda för aktier i mindre företag.)

I *diagram 3:4* återges samvariationen mellan fyra grupper, vardera om två företag. Längs axlarna har årlig real avkastning avsatts i tiotal procentenheter. De olika punkterna anger samtidiga årliga avkastningar. Diagrammen visar en klart positiv samvariation.

5.4 Slutsatser

Det i föregående avsnitt redovisade materialet har en begränsad omfattning. Det avser också en förhållandevis kort period, som präglats av måhända excep-

tionellt goda ekonomiska förhållanden. Några slutsatser kan därför inte dras, som skulle gälla hela den svenska aktiemarknaden eller innebära förutsägelser om de omedelbara utvecklingstendenserna. Med ledning av dessa beräkningar och övrig information om aktiemarknaden är det dock möjligt att belysa huvudfrågan om aktiers egenskaper ur värdesäkringssynpunkt — under det ofrånkomliga förbehållet att framtiden kan erbjuda helt andra förutsättningar. (En väsentlig förändring av förutsättningarna för den svenska aktiemarknadens prisbildning skulle antagligen inträffa, om de internationella kapitalrörelserna frigjordes. Innebörden av dylika förändringar och deras relation till de empiriska data, varpå dagens slutsatser grundas, kan dock icke här anges.)

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 förskjutningar 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 spekulationens 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.

Indexlån och aktiekursernas nivå

En annan fråga, som tilldragit sig intresse, är hur införandet av indexlån skulle komma att påverka efterfrågan och därmed prisbildningen på aktier. Vi kan här skilja mellan två principfall för styrkan av denna påverkan. Det ena innebär att införandet av indexlån leder till utförsäljning av redan existerande portföljer och en direkt efterfrågeminskning, mätt från utgångsläget. Det andra är en förmodan, att förutsedda *framtida ökningar* av aktieefterfrågan inte uppträder, sedan indexlån införts.

En förutsättning för dessa resultat har redan presenterats i form av hypotesen, att indexlån är överlägsna aktier ur värdesäkringssynpunkt. För att fallet nr 1 skall inträffa krävs dock att sammansättningen av portföljerna i utgångsläget är inoptimal, dvs. att aktier innehas och efterfrågas av subjekt, som »egentligen» eftersträvat värdesäkra placeringar men inte hittat några sådana. Dessutom måste indexlåneräntan ha en sådan nivå i förhållande till avkastningen på aktier, att den senare inte ger tillräcklig kompensation för det ökade risktagandet.

Beräkningarna i avsnitt 5.3 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. Av den analys, som så småningom i avdelning III presenteras av indexlånemarknadens prisbildning, framgår att indexlån både vad det gäller avkastningsnivå och i fråga om avkastningsvariationer torde 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 med åtföljande ytterligare avkastningsstegring inte behöver äga rum. Med säkerhet kan naturligtvis inte något omdöme fällas. Men det förefaller ändå troligt, att de grupper som idag huvudsakligen placerar i aktier — utan att kunna utöva ägarinflytande — även i fortsättningen skulle föredra denna placeringsform.

Däremot är det tänkbart, att det förtunnade resonemanget i fall nr 2 är befogat och att således en eventuell ökning av aktieefterfrågan som ett resultat av nya gruppers uppträdande på marknaden kommer att utebli. Ett argument för dessa slutsatser är den nuvarande strukturen av aktieägandet med dess dominans av större förmögenhetsägare som var för sig har möjlighet att utnyttja aktiernas realvärdeegenskaper och goda avkastning. Det skulle i så fall vara den fortsatta utbredningen av aktieägandet till ett större antal hushåll med små förmögenheter, som kan avsakta genom indexlånens uppkomst. Deras fördel är att de gör det möjligt att värdesäkra även den lilla förmögenheten utan att dess likviditetsegenskaper försämras.

Appendix

Kursbildningen på realobligationer

För en obegränsad realobligation med inlösningskursen A_n (i realer) och emissionskursen A_o (i realer) är den effektiva reala avkastningen (100 E_r %) = den nominella räntesatsen (100 i %).

Bevis:

Formeln för obligationens nuvärde

$$\frac{i \cdot A_o}{1+E_r} + \frac{i \cdot A_o}{(1+E_r)^2} + \ldots + \frac{i \cdot A_o}{(1+E_r)^n} + \frac{A_n}{(1+E_r)^n} = A_o$$

$$\text{eller} \sum_{t=1}^{n} \frac{i \cdot A_o}{(1+E_r)^t} + \frac{A_n}{(1+E_r)^n} = A_o$$

Formeln för summan av en geometrisk serie ger:

$$\frac{i \cdot A_o [(1+E_r)^n - 1]}{(1+E_r)^n (1+E_r - 1)} + \frac{A_n}{(1+E_r)^n} = A_o$$

Om $A_o = A_n$ kan dessa elimineras så att

$$\frac{i[(1+E_r)^n - 1]}{(1+E_r)^n E_r} = 1 - \frac{1}{(1+E_r)^n};$$

$$i[(1+E_r)^n - 1] = E_r[(1+E_r)^n - 1]$$

Härav framgår att

$$i = E_r.$$

På samma sätt kan nuvärdet av realobligationen beräknas vid en godtycklig tidpunkt under löptiden. $(1+p)^t$ utgör den fram till tidpunkten t realiserade prisstegringen, vilken sammanfaller med det för obligationen upplupna indextillägget. A_t är kursen i tidpunkten t.

$$\frac{i \cdot A_0 (1+p)^t}{1+E_r} + \frac{i \cdot A_0 (1+p)^t}{(1+E_r)^2} + \ldots + \frac{i \cdot A_0 (1+p)^t}{(1+E_r)^{n-t}} + \frac{A_0 (1+p)^t}{(1+E_r)^{n-t}} = A_t$$

Villkoret för att $i = E_r$ är, såsom ovan visats, att $A_t = A_0 (1+p)^t$. Det betyder att obligationens *parikurs*, dvs. den kurs som håller obligationens *effektiva* räntesats oförändrad, är emissionskursen uppskriven med obligationens regleringsindex. Vid en stabil realränta skall således kursnivån på realobligationsmarknaden utvecklas i samma relativa takt som prisnivån.

Partiella indexlån

För beräkningen av den effektiva reala avkastningen på ett partiellt indexlån måste lånet uppdelas i ett nominallån och ett obegränsat reallån. $A_0 (1-k)$ utgör »nominaldelen» och $A_0 \cdot k$ »realdelen», där $0 < k < 1$ (dvs. vid ett 50-procentigt indexlån är $k = 0{,}5$). I den följande formeln betecknar $(100\ \bar{p}\ \%)$ *förväntad* genomsnittlig årlig indexförändring.

$$\frac{i \cdot A_0 (1-k)}{(1+\bar{p})(1+E_r)} + \ldots + \frac{i \cdot A_0 (1-k)}{(1+\bar{p})^n (1+E_r)^n} + \frac{A_n (1-k)}{(1+\bar{p})^n (1+E_r)^n} + \frac{i \cdot A_0 \cdot k}{1+E_r} + \ldots + \frac{i \cdot A_0 \cdot k}{(1+E_r)^n} + \frac{A_0 \cdot k}{(1+E_r)^n} = A_0$$

Antag $A_0 = A_n$.

Vi vet nu att för *ett penninglån* är den förväntade effektiva reala avkastningen:

$$E_r = \frac{i-\bar{p}}{1+\bar{p}}$$

För »nominaldelen» utgör den förväntade effektiva avkastningen

$${}_mE_r = (1-k) \cdot \frac{i-\bar{p}}{1+\bar{p}}$$

På samma sätt erhålles avkastningen för »realdelen»

$${}_rE_r = k \cdot i$$

En enkel summering av dessa båda räntesatser (varvid $\frac{1}{1+\bar{p}}$ försummas) ger då lånets totala reala avkastning

$$E_r = i - (1-k)p$$

Förväntad real avkastning vid tidpunkten t:

$$\frac{i \cdot A_0 (1-k) + i \cdot A_0 \cdot k (1+p)^t}{(1+\bar{p})(1+E_r)} + \ldots + \frac{i \cdot A_0 (1-k) + i \cdot A_0 \cdot k (1+p)^t}{(1+\bar{p})^n (1+E_r)^n} + \frac{A_0 (1-k) + A_0 \cdot k (1+p)^t}{(1+\bar{p})^n (1+E_r)^n} = A_t$$

där n avser återstående löptid för lånet.

Villkoret för oförändrad realränta vid *oförändrade förväntningar* angående den mest sannolika prisnivåutvecklingen är således att

$$A_t = A_0 [1-k+k(1+p)^t]$$

Palander har i »Värdebeständighet» anfört, att de partiella indexlånen skulle medföra en svåröverskådlig prisbildning, närmast därför att lån utgivna vid olika tidpunkter inte kan ges jämförliga avkastningsmått. Det torde dock inte vara svårare att göra denna jämförelse än att jämföra *obegränsade* indexlån, emitterade vid olika tidpunkter. Detta torde enklast framgå därav, att de obegränsade reallånen (liksom f. ö. även penninglån) endast utgör specialfall av ovanstående generella formulering, där indexbindningen är 100-procentig för »indexdelen» och där $k = 1$ för 100-procentigt indexbundna reallån och där

$k=0$ vid penninglån i den ovanstående formeln. Kursbildningen på partiella reallån företer sålunda vid oförändrade förväntningar variationer i anslutning till indextalets variationer, som är en given multipel av motsvarande förändringar vid obegränsade reallån. Däremot måste de partiella lånens kurs förändras i anslutning till förändrade *förväntningar* om den framtida indexutvecklingen för att den förväntade effektiva avkastningen skall kunna hållas oförändrad. Dessa förändringar blir då på liknande sätt en given multipel av de kursförändringar, som vid 100-procentiga penninglån måste inträffa för bibehållandet av en oförändrad *real* avkastning.

Lån med nominalt »tak»

För obligationer med ett i kronor maximerat inlösningsvärde kan den reala avkastningen inte härledas på samma sätt som skett i det föregående. Med given löptid kan dessa lån dock betraktas såsom obegränsade reallån under en viss del av löptiden och såsom penninglån under den återstående delen. Om »taket» utgöres av indextalet I blir obligationens funktionssätt för en placerare med förväntan om en årlig genomsnittlig prisstegringstakt av storleken $\bar{p}$ beroende av sambandet $I=(1+\bar{p})^t$, där (t) är den avgörande storheten.

De förväntade utbetalningarna i reala termer, diskonterade med den reala räntefaktorn, får således följande utseende:

$$\frac{i\cdot A_0}{1+E_r}+\ldots+\frac{i\cdot A_0}{(1+E_r)^t}+$$
$$+\frac{i\cdot A_0}{(1+\bar{p})\,(1+E_r)^{t+1}}+\ldots+$$
$$+\frac{i\cdot A_0}{(1+p)^{n-t}\,(1+E_r)^n}+$$
$$+\frac{A_0}{(1+p)^{n-t}\,(1+E_r)^n}=A_0$$

Med resonemang liknande dem, som ovan använts beträffande de partiella indexlånen, kan dock följande härledning av den ungefärliga effektiva reala räntesatsen göras.

Om obligationens löptid uppdelas i de två ovan angivna delarna, varvid de sättes i relation till den totala löptiden (n) erhålles $\frac{t}{n}+\frac{n-t}{n}=1$, där $(\frac{t}{n})$ utgör den kvot av löptiden, varunder obligationen fungerar som ett obegränsat reallån. För denna period kan den effektiva reala avkastningen skrivas som

$$i\cdot\frac{t}{n}$$

För den återstående delen, då obligationen fungerar som ett penninglån, blir motsvarande avkastning

$$\frac{(n-t)}{n}\quad\frac{(i-p)}{(1+p)}$$

Summeras dessa båda räntesatser (varvid $\frac{1}{1+p}$ försummas) erhålles

$$E_r=(1+p)\,i-\frac{n-t}{n}\cdot p.$$

Sanningshalten hos detta närmast intuitivt härledda samband kan undersökas genom ett numeriskt exempel. Om en obligations löptid är 20 år och låntagarens maximala återbetalningsskyldighet utgör 150 % av emissionskursen, kommer vid en förväntad prisstegring på 4 % per år det s. k. indextaket (150) att uppnås efter något över 10 år. Uppgiften blir då att beräkna den *nominella* räntesats, som krävs för att obligationens *effektiva* reala avkastning skall utgöra 2 %. De utförda beräkningarna ger en nominell räntesats av ca 3,75 % vid dessa förutsättningar. Insättes de ovan angivna värdena i formeln

$$E_r=(1+p)/i-\frac{n-t}{n}\cdot p$$

erhålles

$$E_r = 1{,}04 \cdot 3{,}75 - \frac{20-10}{20} \cdot 4$$

vilket ger

$$E_r = 1{,}90$$

Detta kan betraktas som en tillräckligt god approximation till den antagna effektiva avkastningen på 2 % för att sambandet skall anses vara verifierat.

Den mest utmärkande egenskapen för detta slags obligationer är att de successivt under sin livstid alltmera kommer att likna ett penninglån. Skulle obligationen vara dubbelriktad, dvs. dess nominala värde anpassas till både stigande och fallande index, blir den dessutom att likställa med ett *nedåtriktat* indexlån, sedan »taket» väl passerats. Dess realvärde är således oförändrat vid fallande prisnivå men sjunker vid stigande prisnivå.

Denna vaghet i obligationens egenskaper ur penningvärderisksynpunkt kan inte undgå att påverka kursutvecklingen. Såsom ovan framhållits ger en indexobligation ett fullgott risk- och likviditetsskydd endast när kursutvecklingen är sådan att innehavaren kan påräkna dess inlösen under löptiden till dess *reala* parikurs, dvs. inköpskursen uppskriven med prisindex. Vid obegränsade och partiella indexlån uppfylldes detta villkor vid en *oförändrad* realräntenivå.

För indexlån med maximerat inlösningsbelopp gäller dock inte detta. Den kursutveckling, som skulle ge ett fullgott skydd mot likviditetsrisker, utgör *innan* taket nåtts

$$A_s = A_0 (1+p)^s,$$

där $s = 1,2,\ldots,t$ och $(1+p)^s$ är den *realiserade* prisnivåstegringen. Efter den tidpunkt *(t)*, då indextaket nåtts, skall kursen vara oförändrad i kronor $A_s = A_0 (1+p)^t$, där $s = t,\ t+1,\ldots,\ n$.

Villkoret för att denna kursutveckling skall erhållas är dock, att obligationens *reala* avkastning oavbrutet sjunker fram till tidpunkten *(t)*. Obligationens köpare skall således acceptera en lägre realränta än den vid emissionstidpunkten gällande. Under förutsättning att den *förväntade* årliga prisstegringen hela tiden är densamma kan detta förhållande illustreras med det tidigare antagna sambandet för den effektiva reala räntesatsen. Vid kursen

$$A_s = A_0 (1+p)^s$$

blir således $E_r = i - \frac{n-t}{n-s} \cdot p$,

där $s = 1,2,\ldots,t$.

För $s = t$ är $E_r = i-p$, dvs. obligationen har då samma reala avkastning som en på samma villkor emitterad penningobligation.

Detta måste betyda — såvida inte en oavbrutet fallande allmän räntenivå förutsätts — att kurserna inte kan förväntas utveckla sig på ett sådant sätt, att villkoret om oförändrad real parikurs uppfylles. Försäljningar av på detta sätt begränsade realobligationer måste sålunda ske till *fallande* kurs, mätt i reala termer. Den s. k. subjektiva avkastningen är sålunda för dessa obligationer alltid lägre än den effektiva avkastningen, dvs. den avkastning som erhålles om obligationen behålles till inlösningstidpunkten.

Storleken av den kursförlust, som sålunda kan uppstå, beror vid ett givet »indextak» av den indexstegring, som inträffat under innehavstiden.

Detta kan illustreras med ett numeriskt exempel, där förutsättningarna beträffande avkastning, löptider och indexklausulens konstruktion är desamma, som i de tidigare återgivna beräkningarna.

För en obligation med löptiden = 20 år krävs följande kurs för att kravet på

en effektiv real avkastning på 2 % skall upprätthållas, när det indextal, som utgör »taket», uppnåtts efter

a) 5 år: kurs 116
b) 10 år: kurs 123
c) 15 år: kurs 135.

Bland förutsättningarna ingick att den förväntade årliga prisstegringen utgjorde 4 %. Fall b) innebär således att förväntningarna här infriats. Även de i fall a) och c) angivna kurserna förutsätter, att prisnivåförväntningarna är oförändrade och således ej anpassas till de faktiska indexförändringarna. Skulle i fall a) där indextalet 150 uppnås redan efter 5 år, vilket motsvarar en årlig prisstegring av ca 8 %, prisförväntningarna justeras uppåt, kan kursnivån påverkas på två sätt. Leder de ökade inflationsförväntningarna till *sänkt* realräntenivå måste kurserna stiga. Sker inte detta, och penningräntan stiger, blir kursutvecklingen än svagare än vad som här beräknats. De motsatta effekterna uppstår vid fall c), om förväntningarna anpassas till en lägre prisstegringstakt.

Sammanfattningsvis kan sägas, att obligationer med maximerat inlösningsbelopp måste anses utgöra en riskfylld placering ur likviditetssynpunkt. Tvingas innehavaren realisera dylika obligationer under deras löptid, torde han, såvida inte realräntenivån uppvisar en fallande tendens eller också prisstegringstakten — vid oförändrad realräntenivå — blir avsevärt lägre än förväntat, inte undgå betydande förluster. Kompensation för penningvärdets fall under innehavstiden erhåller han i varje fall ej.

KAPITEL 4

Indexlån och den ekonomiska politikens mål

Inledning

Åtgärder för att skapa en marknad för indexreglerade lån har av olika skäl ansetts vara både en samhällets skyldighet och ett samhällets intresse. När man krävt ett statligt engagemang i syfte att introducera och vidareutveckla indexlån, synes detta krav i första hand utgå från statens officiella ansvar för penningvärdets stabilitet. Kan den ekonomiska politiken inte infria sina åtaganden i det avseendet, åligger det statsmakterna att så långt det är möjligt undanröja konsekvenserna härav. Till dessa konsekvenser hör förskjutningarna av låneavtals reala innehåll vid penningvärdeförändringar och därur uppkommande osäkerhet i det ekonomiska livet.

Dessutom kan man göra gällande, att införandet av indexlån även är en rationell åtgärd ur ekonomiskt-politiska synpunkter. Intresset har därvid koncentrerats till möjligheterna att med indexlån som medel öka den samhällsekonomiska stabiliteten. En rad argument har här framförts. De mest väsentliga torde vara värdesäkra låns effekt på sparandet, varvid man i allmänhet synes hävda att deras påverkan går i positiv riktning, samt penningpolitikens ökade effektivitet i och med att man genom indexlån erhåller en möjlighet att direkt påverka den reala räntenivån. Från den senare omständigheten utgår även en annan typ av argument, som betonar de gynnsamma konsekvenserna för den ekonomiska framstegstakten, om investeringsurvalet baseras på den reala räntabiliteten utan att störas av de agerande subjektens penningvärdeförväntningar. Under värdesäkringskommitténs arbete har vidare uppmärksammats möjligheterna att genom användandet av indexlån lösa vissa av de prisbildningsproblem, som uppstår på reglerade marknader, vars prisstruktur påverkas av realkapitalföremålens varierande ålder och därmed bl. a. de reala kapitalkostnadernas växlande höjd vid en fortgående penningvärdeförsämring. (Bostadsfinansiering med indexlån granskas ur dessa och andra synpunkter i kap. 5.)

Uppfattningen att indexlån skulle vara ett medel att uppnå ökad samhällsekonomisk stabilitet har på olika sätt bemötts. Målet stabilt penningvärde och på statligt initiativ introducerade indexlån uppfattas sålunda som oförenliga element. Staten kan inte medverka till uppkomsten av en indexlånemarknad utan att deklarera, att den uppgivit penningvärdets stabilitet som ekonomiskt-politiskt mål. I varje fall måste allmänhetens förtroende för det framtida penningvärdet kraftigt rubbas. En dylik förtroendekris skulle förstärka existerande inflationstendenser. Slutsatsen av dessa och liknande resonemang brukar vara, att staten i stället för att uppmuntra värdesäkra lån måste

intensifiera sina ansträngningar att bevara penningvärdet.

Parallellt härmed göres även gällande, att såväl statens som allmänhetens intresse av ett stabilt penningvärde måste minska i och med att sparare och andra långivare hålles skadeslösa för inflationens verkningar. Man hänvisar till faran för att systemet med indexreglering sprides till andra områden. Härigenom skulle det intresse för en av penningvärdeutvecklingen opåverkad inkomst- och förmögenhetsfördelning, som idag utgör ett av fundamenten för penningvärdemålets centrala politiska roll, inte längre gälla penningvärdets bevarande utan omsorgen om en så vittomfattande indexreglering som möjligt.

Vidare brukar indexlån uppfattas som en självständig inflationsfaktor även i så måtto, att de vid prisstegringar utgående indextilläggen fördyrar produktionen och leder till ytterligare prisstegringar. Dessa prisstegringar medför i sin tur nya indextillägg med ökade produktionskostnader som följd osv. Indexlån skulle därmed vara det aktiva inslaget i en kumulativ inflationsprocess, som i princip kan vara oändlig. Till denna tankegång anknyter föreställningen, att indexlån över huvud är en alltför kostsam och riskfylld upplåningsform för att kunna komma till användning inom den privata kreditsektorn. Man har därvid talat om möjliga produktionsstörningar, sjunkande investeringsbenägenhet och åtföljande konsekvenser för sysselsättning och framstegstakt (se bl. a. den finska diskussionen, kap.1.2.1). Dessa resonemang brukar utmynna i slutsatsen, att indexlån bör begränsas till den offentliga kreditsektorn eller — om en sådan begränsning inte visar sig vara möjlig — över huvud ej introduceras.

De argument för och emot indexlån, som ovan refererats, skall bli föremål för granskning i detta kapitel. Till vissa delar har problematiken dock redan tidigare behandlats. Det gäller främst frågan om indexlånens egenskaper vid företags finansiering av realinvesteringar, som ingående studerats i kap. 2.3. Frågorna rörande indexlånemarknadens spridningstendenser och möjligheterna att hålla dess expansion under kontroll diskuteras i avdelning III. De olika betänkligheter som anförts angående de praktiska och politiska möjligheterna att realisera tanken på indexlån blir vidare föremål för studium längre fram i betänkandet. Här koncentreras intresset till fyra huvudproblem: indexlånens samband med intresset för ett stabilt penningvärde, indexlånen och den »rättvisa» förmögenhetsfördelningen, indexlånens egenskaper ur stabiliseringspolitisk synpunkt och då särskilt deras effekt på sparande- och investeringsbenägenheten samt — slutligen — eventuella konsekvenser för den ekonomiska tillväxten i vårt samhälle av indexlånemarknadens uppkomst och utveckling.

1. Penningvärdets stabilitet

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. Härtill 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 inter-

nationella handelsutbyte, vår valutasituation och därmed vår levnadsstandard kommer att försämras, 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 balansrubbningar, varpå penningvärdeförändringar är ett symptom, i och för 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 snarare 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 nå kompensation för förskjutningar i realinkomsternas relationer, varvid inbördes oförenliga krav med avseende på det för inkomststegringar tillgängliga reala utrymmet kan uppstå.[1]

1.1 Indexlån och statens vilja att bevara penningvärdet

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 avsnitt 2.2 och 3.1). Vidare är det tänkbart, att indexlån minskar penningvärdeförsämringens negativa konsekvenser för sparandets omfattning och investeringsfördelningen.

Övriga motiv för en effektiv stabiliseringspolitik kvarstår dock. Det gäller framför allt omsorgen om vår internationella betalningssituation, graden av resursutnyttjande i form av bl. a. full sysselsättning 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 indexlånemarknad, 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.

Dock har man endast undantagsvis gjort gällande, att statens vilja att upprätthålla penningvärdemålet faktiskt skulle minska, om indexlån infördes. I stället har det hävdats att ett statligt engagemang på indexlånemarknaden av allmänheten skulle uppfattas som om staten och de för den ekonomiska politiken ansvariga givit upp sina strävan-

[1] För en sammanfattning av penningvärdemålsättningens bakgrund se stabiliseringsutredningens betänkande Mål och medel i stabiliseringspolitiken, SOU 1961:42, sid. 45 ff.

den för samhällsekonomisk balans och betraktar en fortsatt penningvärdeförsämring (inom vissa gränser) som oundviklig.

Svårigheterna att förutsäga allmänhetens reaktioner vid uppkomsten av indexlån är naturligtvis stora. Ytligt sett torde det ovan anförda argumentet dock vara felaktigt. Om staten inför indexlån i sin upplåning och därmed förbinder sig att kompensera sina långivare för penningvärdets fall, borde detta snarare tolkas som om statens tilltro till sin förmåga att bevara penningvärdet *ökat*. Detta intryck måste förstärkas, om staten endast i mindre utsträckning uppträder som låntagare på penninglånemarknaden eller helt övergår till indexlån. En uppfattning bland allmänheten, att stabiliseringssträvandena avtagit, borde därför i stället uppkomma, om staten koncentrerar sin upplåning till penninglånemarknaden även efter det att en indexlånemarknad uppkommit på privat initiativ. Om indexlånens räntesatser understiger penninglåneräntan, kan en dylik politik leda till uppfattningen, att statsmakterna förväntar sig en större prisstegring än den som avspeglas i differensen mellan penning- och indexlåneräntans nivå.

Räntedifferensens betydelse

Dessa resonemang implicerar dock en viktig konsekvens av penningpolitiken i en kreditmarknad, som innehåller både index- och penninglån. Söker man genom diskontopolitik, marknadsoperationer och den statliga upplåningen påverka *både* penning- och realräntan, kan detta tolkas som att den penningvärdeuppfattning, vilken uttryckes i den sålunda uppkomna räntedifferensen, också delas av statsmakterna. Vid en penningränta, som överstiger realräntan, har penningpolitiken därmed utsagt, att fortsatt prisstegring kan förväntas, åtminstone om bedömningen gäller en längre tidsperiod.

Det antydda problemet är centralt för penningpolitiken i en dubbel kreditmarknad. Det skall senare bli föremål för utförlig behandling. Här intresserar i första hand frågan om betydelsen av att staten genom sin räntepolitik måste vidkännas möjligheten, att penningvärdet på lång sikt kan komma att falla. För att ett dylikt medgivande skall tillmätas någon vikt, måste det innebära, att det för en större allmänhet uppenbarar ett samband, som tidigare icke varit känt.

Om den dubbla kreditmarknadens räntedifferens motsvarar den uppfattning om den framtida penningvärdeutvecklingen, som är gemensam för de flesta medborgare, måste effekterna i samhällsekonomiskt avseende vara betydelselösa. Medför det å andra sidan, att medborgarna i gemen finner att tron på ett i framtiden 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 realräntesänkning — påverkar hushålls- och företagsplaner skall nedan behandlas (avsnitt 3.1—2).

Den sistnämnda konsekvensen kan dock inte utan reservationer betraktas som negativ. Ur välfärdspolitiska och allmän-moraliska synpunkter kan det knappast vara motiverat, att människors förväntningar nödvändigtvis gäller ett på längre sikt *oförändrat* penningvärde. Det ur dessa synpunkter väsentliga bör i stället vara, att förväntningarna är *realistiska*, att människorna handlar under så sanna premisser som möjligt och att de undgår de besvikelser, som icke realiserade förväntningar innebär.

Skulle införandet av indexlån innebära, att (den erfarenhetsmässigt bestyrkta) fiktionen om ett på längre sikt oföränderligt penningvärde försvinner, skulle det därför kunna betraktas som en välfärdspolitisk vinst.

Samtidigt ställer detta resonemang dock det kravet på indexlånemarknaden, att dess uppkomst inte medför en bristande realism av det motsatta slaget, dvs. att den inte leder till alltför stora inflationsförväntningar. Detta krav ingår i den allmänna problematik, som gäller penningpolitiken i en dubbel kreditmarknad. Det kan därför inte utan supplerande argument påstås, att ett genom indexlånens 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. Eftersom den attityd till det framtida penningvärdet, som statsmakten avslöjar genom introduktionen av indexlån i sin långfristiga upplåning, måste gälla penningvärdeutvecklingen på längre sikt (10, 20 år eller mera), borde det vara möjligt att hävda, att man i varje situation avser att utnyttja tillgängliga medel för att upprätthålla penningvärdet, samtidigt som man erkänner, att framtida ekonomiska eller politiska kriser eller andra påfrestningar kan göra dessa medel otillräckliga.

En modifierad uppfattning om innebörden av målet stabilt penningvärde har även kommit till synes i stabiliseringsutredningens tidigare omnämnda betänkande »Mål och medel i stabiliseringspolitiken». Man anför (sid. 50 ff), att »målet för penningvärdeutvecklingen skall vara en fast prisnivå såväl på kort som på lång sikt, under förutsättning att den härför erforderliga internationella handlingsfriheten kan upprätthållas. ... Vid en närmare precisering av målsättningen synes det emellertid inte lämpligt, att som mål för penningvärdeutvecklingen uppställa en på längre sikt *fullständigt* oföränderlig konsumtionsprisnivå, dels därför att de metoder som används vid dess mätning såsom framhållits är ofullkomliga, dels därför att det finns typer av prisstegringar, för vilka det inte vore praktiskt eller rimligt att begära motsvarande sänkningar av andra priser för att målet skall anses vara uppnått».

De viktigaste typerna av sådana prisförändringar anges av utredningen vara följande:

1) Förändringar av indirekta skatter och subventioner. »I den mån genomförandet av en viss ekonomisk politik kräver påläggandet av nya indirekta skatter eller en minskning av utgående subventioner, skall således därigenom uppkommande prishöjningar inte behöva föranleda några särskilda, motverkande åtgärder för att åstadkomma prissänkningar inom andra områden för att målet skall anses vara uppfyllt.»

2) Förändringar i produktionens effektivitet. Utredningens formulering på denna punkt kan tolkas så, att en svagt stigande prisnivå accepteras i den utsträckning prisändringarna beror av skillnader i produktivitetsutvecklingen inom olika branscher. Vid stabila priser inom de sektorer, som har den bästa produktivitetsutvecklingen, blir sektorer med en sämre produktivitetsutveckling — främst servicenäringar och jordbruk — tvungna att höja priserna.

3) Förändringar av export- och importpriserna. Eftersom enligt utredningens mening växelkursförändringar »endast bör tillgripas vid 'fundamentala jämviktsrubbningar'», måste »mindre förändringar i export- och importprisnivån motverkas eller balanseras med interna ekonomisk-politiska medel. Därvid måste också motsvarande förändringar i den allmänna prisnivån accepteras».

Stabiliseringsutredningens slutsats beträffande innehållet i målet stabilt penningvärde blir: »Prisstegringar tillhörande här beskrivna typer, vilka i och för sig skulle kunna accepteras inom ramen för målsättningen stabilt penningvärde och således inte skulle leda till skärpta åtgärder för att bevara detsamma oförändrat, kan, om de adderas till varandra, otvivelaktigt leda till en avsevärd uppgång i den all-

männa prisnivån under t ex ett år.... De statliga åtgärderna och den ekonomiska politiken måste ... utformas så att prisförändringarna hålles inom en mycket snäv ram. För att så långt som möjligt motverka en långsiktig uppgång i prisnivån måste man dessutom kunna räkna med att en sänkning av de indirekta skatterna eller av utrikeshandelspriserna verkligen slår igenom i konsumtionsprisnivån.»

De slutsatser, som bör kunna dras av dessa resonemang, är att införandet av indexlån inte behöver stå i någon motsatsställning till ambitionen att upprätthålla ett stabilt penningvärde. Även om stabiliseringsutredningens definition av detta mål inte blir bestående eller ens kommer att accepteras i praktisk politik och 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. Och såsom visats i kap. 2 är indexlånens främsta egenskap att möjliggöra säkerhet om avtals reala innehåll.

Behovet av indexlån är således inte i någon mening förbundet med förväntningar om *fallande* penningvärde. Även i en situation, där tilltron till penningvärdets framtida stabilitet är stor men ändå förenad med en viss osäkerhet angående den grad av precision, med vilken målsättningen kan realiseras, finns det anledning att söka undvika detta slags risktagande. I och med att perioder av *stigande* penningvärde därvid också bör vara möjliga, skulle särskilt låntagarna kunna vara intresserade av indexlån. Det bör tillfogas att dessa slutsatser inte berör frågan om hur de faktiska möjligheterna att bevara penningvärdet påverkas av indexlånens införande. Den måste angripas med andra metoder.

1.2 Allmänhetens intresse för penningvärdets stabilitet

Ett argument mot indexlån, som spelat en viss roll i diskussionen, är att de skulle försvaga allmänhetens intresse för penningvärdets upprätthållande. Man synes helt enkelt mena, att om långivarna eller »spararna» beredes tillfälle att värdesäkra sina finansiella tillgångar, skulle de (i bästa fall) bli indifferenta inför takten i prisnivåns stegring. Huvudinvändningen häremot brukar å andra sidan vara, att låntagarna, som åtagit sig att svara för värdesäkringen, rimligen bör inta den motsatta attityden och med långt större kraft än för närvarande kräva ett stabilt penningvärde.

Även om de båda gruppernas reaktioner inte kan avläsas på det enkla sätt som ovan skett, skulle dock det först redovisade argumentet kunna tillerkännas en viss logisk sanningshalt. Allmänheten måste sålunda ha ett överskott av finansiella fordringar i sina förmögenhetsbalanser. *Statens* stora skuldöverskott innebär, att hos medborgarna som grupp långivarintresset dominerar. Tolkas detta intresse på det sätt som tidigare angivits skulle det betyda, att en *total* övergång till indexlån minskar allmänhetens intresse för penningvärdets stabilitet.

Möjligheterna att bedöma konsekvenserna av en sådan attitydförändring — om den inträffar — är små. Om man bortser från statens reaktioner efter indexlånens införande, som behandlats ovan i avsnitt 1, skulle de framför allt kunna uppstå i form av en ökad benägenhet från olika grupper att söka skaffa sig ett försprång i den relativa inkomstutvecklingen utan hänsyn till konsekvenserna för penningvärdet. Det förefaller dock inte troligt att det invecklade system för inkomstbildningen, som på arbets- och produktmarknader

uppstått i intresseorganisationernas form, skulle genomgå någon märkbar förändring i sitt funktionssätt enbart av den anledningen att en indexlånemarknad uppstått.

Vidare finns det ur den enskilde individens synpunkt ett rent privatekonomiskt skäl att undvika nominala inkomststegringar, som orsakar en inflationistisk process. Ett på nominalistiska principer byggt progressivt skattesystem medför således, att vid i samma proportion stigande priser och inkomster den disponibla reala inkomsten sjunker.

Slutligen bör det erinras om att det även efter införandet av indexlån måste kvarstå en betydande mängd nominalt fixerade fordringar. Under en avsevärd tid, vars längd beror av den takt, varmed omplaceringar och konverteringar kan ske, är således *fordringsstocken* till största delen penninglån, även om alla nya låneavtal skulle slutas i reala kontraktsenheter.

Det är även möjligt att ur dessa resonemang härleda det *motsatta* slaget av argument, nämligen att indexlån skulle ha en återhållande verkan på olika gruppers benägenhet att framtvinga inkomststegringar med inflatoriska effekter. Förutsättningen för att *en* grupp genom dylika aktioner skall erhålla en även i reala termer förbättrad position är att någon *annan* grupp gör en viss real förlust. Stiger alla inkomster i samma proportion torde den reala inkomstökningen utebli hos samtliga grupper under de angivna förutsättningarna. Det måste med andra ord finnas nominalt fixerade inkomster i samhället för att »autonoma» inkomsthöjningar av detta slag skall få en omfördelande effekt. Införes indexreglering av en hittills (i stort sett) nominalt fixerad inkomstkategori, dvs. avkastningen på finansiella fordringar, borde det reducera möjligheterna för andra kategorier att åstadkomma en real inkomstomfördelning till sin förmån. Huruvida denna insikt sprides och får till konsekvens, att den påtalade aktiviteten minskar, är givetvis svårare att bedöma.

1.3 Spridning av indexklausuler till andra områden

Även om uppkomsten av en indexlånemarknad 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 samhällsekonomin. 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 vissa privata avtal torde indexklausuler ingå. 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 »indextänkandet» 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 den nominala avkastningens anpassning till pris-

nivåförändringar. Löneavtal har dock inte dessa egenskaper i någon större utsträckning. Avtalstiden har i allmänhet inte överstigit två år. Därigenom kan anpassningar till prisutvecklingen göras utan alltför stora intervall. Vidare är lönerna i många fack rörliga under avtalsperioden genom löneglidning. Eftersom något automatiskt verkande samband mellan indexreglering på lånemarknaden och indexklausuler i löneavtal ej existerar, borde, så länge arbetsmarknadens parter nöjer sig med 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. I kap. 7 diskuteras de skäl som kan föreligga för en särbehandling av kapitalinkomster i detta avseende.

2. *Förmögenhetsfördelningen*

2.1 En "rättvis" förmögenhetsfördelning

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

Helt säkert är detta dock icke. Antag att man i en fri kreditmarknad, där penningräntan tillåtits stiga upp till jämviktsnivån, från stabilt penningvärde övergår till att ha en fortskridande penningvärdeförsämring. Om i samband därmed penningräntan 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.[1]

Det torde vara uppenbart, att en förutsättning 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 penningrän-

[1] Villkoret för att ett penninglån vid inflation skall erbjuda samma reala avkastning som om prisnivån vore konstant är att dess räntesats ökas med samma antal procentenheter som prisnivån stiger per år. (Noga räknat skall räntesatsen vid inflation vara 100 $[i + p + ip]$ %, om räntesatsen vid konstant penningvärde är 100 i % och den årliga prisstegringen 100 p %.)

tan — 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 tillåtits 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 balansrubbning, 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 följer, 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.

Av det ovanstående torde följa, att indexlån synes ha de största utsikterna att undanröja den 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 indexlånemarknad 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. Indexlånens 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 real 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 prisnivåns långsiktstrend. 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 1931—1962 (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 trögheterna i penningräntans anpassning existerar eller ej, skulle det 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 prisfallsprocesser är långt sällsyntare. Utförda beräkningar av den faktiska reala avkastningen för placeringar med 10 års löptid visar att deras realränta under en rad år mellan 1931 och 1951 varit negativ. Det är dock möjligt att se de successiva räntehöjningar, som genomförts under 1950-talet, såsom en anpassning av räntenivån till mera utpräglat inflationistiska förväntningar.

Ränteutvecklingen under de senaste årtiondena illustrerar sålunda trögheten i anpassningen till ändrade förutsättningar. Samtidigt antyder den dock möjligheten av att dagens penningränta till en del innehåller förväntningar om framtida inflation. En väsentlig konsekvens härav är att indexlån skulle kunna introduceras utan någon väsentlig räntehöjning i och med att inflationsförväntningar redan slagit igenom i räntenivån. Någon större förskjutning i förmögenhetsfördelningen från nuläget medför indexlån i sådant fall inte. Det kan dock ifrågasättas om det vid indexlån vore möjligt att hålla realräntenivån strax vid eller under noll, som faktiskt varit fallet under vissa perioder i det förflutna. Problemet om realräntenivåns höjd i en indexlånemarknad beröres senare.

2.2 Hushållens förmögenhetsstruktur

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. Däremot kan vissa upplysningar erhållas om arten och verkningarna av en dylik omfördelning.

Två frågeställningar har utvalts för närmare studium. Den ena gäller huruvida en icke förväntad inflation innebär en utjämning eller en ökad spridning av hushållens reala förmögenheter.

Den andra är om värdesäkringsfrågan har en direkt social dimension i den meningen, att det finns ett antal hushåll vars inkomster till allra största delen är nominalt fixerade, varför deras levnadsstandard i väsentlig mån påverkas av förändringar i finansiella tillgångars avkastning.

Förmögenhetens sammansättning

För den följande diskussionen kan hushållens förmögenhetsmassa uppdelas i följande komponenter. Å ena sidan kan man särskilja det fysiska *realkapitalet* (i form av mark, byggnader, maskiner osv.). Hit förs även det som kan kallas finansiellt realkapital, dvs. i första hand aktier och andra värdepapper, vilka representerar delägarskap i fysiskt realkapital. Å andra sidan talas om *finanskapital*, varmed förstås sådana värdepapper, som utgör ett avtal mellan två parter om vissa framtida prestationer fixerade i kronor, dvs. låneavtal.

Dessa två förmögenhetskategorier avviker från varandra främst i det avseendet, att realkapital (inklusive aktier) såsom förmögenhetsvärde är summan av framtida avkastningar från den verksamhet, som möjliggöres av realkapitalinnehavet. Dessa avkastningar är till sitt framtida innehåll osäkra i den meningen, att deras nominala storlek kan variera under tiden för realkapitalets varaktighet. I allmänhet bör dock — som framhållits tidigare i kap. 2.3 — avkastningsvariationerna förete ett positivt samband med den allmänna prisnivåns variationer. För finanskapitalet föreligger däremot i det närmaste full säkerhet om den *nominala* storleken av de framtida utbetalningarna, medan någon samvariation mellan avkastning och prisnivå i allmänhet ej existerar. (Diskussionen i kap. 2.2 visar, att skillnaden i detta avseende mellan fordringar med bunden resp. rörlig ränta inte är stor.) Detta bör betyda att innehav av realkapital ger en i förhållande till innehav av finanskapital relativt god garanti för att den reala förmögenhetsställningen inte påverkas av penningvärdets förändringar.

Om den individuella förmögenhetssituationen påverkas bör det således bero av den utsträckning i vilken förmögenhetsbalansen innehåller finanskapital. Förmögenheter med ett överskott av fordringar över skulder minskar i realvärde under en inflationsprocess. Innehåller förmögenheten däremot ett överskott av skulder över fordringar ökar dess reala nettovärde genom den minskade skuldbelastningen. Opåverkade av penningvärdeförändringen är de förmögenheter, vars finansiella skulder och fordringar balanserar.

Det bör observeras, att dessa »förluster» och »vinster» inträffar oberoende av om förmögenheten innehåller realkapital. Innehavare av realkapital, som har en nettofordran, får således även de vidkännas en reduktion av sin reala nettoförmögenhet. När man i diskussionen kring inflationens verkningar ibland ställt innehavarna av realkapital och innehavarna av finanskapital mot varandra som vinnande resp. förlorande part, synes man dock ha utgått från det i och för sig rimliga antagandet, att förmögenheter med realkapital mycket ofta innehåller en nettoskuld. Detta förhållande bekräftas av tabell 4: 2.

Förmögenhetsomfördelningen vid inflation

Frågan om inflationens effekt på förmögenhetsfördelningen skall belysas genom vissa data rörande förmögenhetsstrukturen hos de svenska hushållen. Ur det primärmaterial, som insamlats

för 1958 års sparundersökning, har vissa sammanställningar gjorts. De i undersökningen ingående hushållen har fördelats efter storleken av den innehavda *nettoförmögenheten* (dvs. realkapital + aktier + finansiella fordringar — skulder). De har därvid uppdelats i tre kategorier, dels hushåll med fordringsöverskott (nettolångivare) dels hushåll med skuldöverskott (nettolåntagare) dels hushåll med balans mellan fordringar och skulder. I uppräknade tal uppgick antalet hushåll med nettofordran till ca 2,4 milj., sådana med nettoskuld till ca 1 milj. och sådana med balans mellan skulder och fordringar till knappt 300 000.

Fördelningen av de sålunda uppdelade hushållen med avseende på storleken av den innehavda nettoförmögenheten återges i *tabell 4:1*. Av denna framgår, att andelen stora förmögenheter är avsevärt större bland nettolåntagarna än bland nettolångivarna. Av nettolåntagarna innehar 44 % nettoförmögenheter som är större än 20 000 kronor, medan motsvarande andel bland nettolångivarna är 23 %. Nettoförmögenheter över 50 000 kr. har 18 % av nettolåntagarna, endast 11 % av nettolångivarna. Motsvarande relationer för samtliga hushåll är 27 resp. 12 %. Om dessa iakttagelser motsvarar verkligheten är de således ett tillräckligt underlag för slutsatsen, att en icke förväntad inflation, som överför förmögenhet från långivare till låntagare, ökar förmögenhetsspridningen i samhället: dvs. både andelen hushåll med små och andelen hushåll med stora nettoförmögenheter ökar. Det sker med andra ord en förmögenhetsomfördelning från innehavare av mindre till innehavare av större förmögenheter.

Den totalt sett ojämna förmögenhetsfördelningen innebär å andra sidan, att den kvantitativt största förmögenhetsöverföringen sker från ett förhållandevis litet antal långivande hushåll med stora förmögenheter till ett ännu mindre antal låntagande hushåll med stora förmögenheter. Av den totala nettofordran hos de långivande hushållen på knappt 22 miljarder kr. innehas sålunda drygt 15 miljarder av 660 000 hushåll, vars nettoförmögenhet överstiger 20 000 kronor. Av den sammanlagda nettoskulden på ca 19 miljarder kr. innehas 14 miljarder av de ca 450 000 hushåll vars nettoförmögenheter överstiger 20 000 kr. De 7 resp. 5 miljarder kr., som därmed återstår av hushållens nettofordringar och nettoskulder, ligger hos ca 1,8 miljarder långivande hushåll och ca 600 000 låntagande hushåll.

Anmärkningsvärt är vidare, att överskottet av fordringar resp. skulder är mycket stort inom de båda grupperna. Även om det inte kan betecknas som överraskande, att antalet hushåll med exakt lika stora fordringar och skulder är förhållandevis litet, bestyrker undersökningen ingalunda den ibland framförda tesen om att de flesta hushåll bör ha både skulder och fordringar i ungefär samma omfattning och därför stå ganska indifferenta 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., medan skulderna endast var 2,5 miljarder. Hos nettolåntagarna var bruttoskulden 23,8 miljarder och de finansiella tillgångarna 4,9 miljarder. Vidare framgår av *tabell 4:2*, att endast 19 % av hushållen med nettofordran innehar realtillgångar eller aktier värderade till mer än 1 000 kr. För

Tabell 4:1. Hushållens förmögenhetsställning enligt 1958 års sparundersökning.

Sammanställningen avser att visa hur hushåll med nettoskuld (nettolåntagare) resp. nettofordran (nettolångivare) fördelar sig med avseende på nettoförmögenhetens storlek samt storleken av nettoskulder resp. nettofordringar.

		Hushåll med	Hushåll med nettoförmögenhet (realtillgångar + aktier + finansiella tillgångar — skulder)							
			< 0	0— 999	1 000— 4 999	5 000— 9 999	10 000— 19 999	20 000— 49 999	50 000—	Summa
Antal i 1 000-tal		nettoskuld	386,0	8,9	36,0	56,8	96,6	264,6	190,2	1 039,2
		skulder = fordringar	0	234,4	16,9	6,1	1,4	8,2	0	267,0
		nettofordran	0	624,9	658,0	331,4	256,8	393,6	267,7	2 431,3
		Totalt	386,0	868,2	710,9	394,3	354,8	566,4	457,9	3 737,5
Procentuell fördelning		nettoskuld	37	1	3	6	9	26	18	100
		skulder = fordringar	0	88	6	2	1	3	0	100
		nettofordran	0	25	27	14	11	12	11	100
		Totalt	10	23	19	11	10	15	12	100
Finansiella tillgångar — skulder	totalt i milj. kr.	nettoskuld	—1 797	—63	—588	—778	—1 663	—5 549	—8 453	—18 890
		nettofordran	0	249	1 662	2 006	2 550	4 547	10 584	21 598
		Totalt	—1 797	186	1 074	1 228	887	—1 002	2 131	2 708
	per hushåll i kr.	nettoskuld	—4 655	—7 075	—16 303	—13 708	—17 213	—20 972	—44 441	—18 179
		nettofordran	0	399	2 525	6 055	9 930	15 541	39 535	8 883
		Totalt	—4 655	214	1 511	3 116	2 501	—1 772	4 653	725

Kommentarer: I tabellen givna uppgifter grundar sig på en undersökning av 1 708 hushåll. Av dessa var 1 024 nettolångivare, 603 nettolåntagare samt 81 hushåll med skulder = finansiella tillgångar. I materialet ingår även enheter, som varken har finansiella tillgångar, aktier eller skulder. Genom den låga urvalsandelen (0,46 ‰ av alla hushåll), kan det tänkas att vissa slumpfel kan ha blivit alltför stora genom uppräkningen till hela populationen. Därför bör inte de absoluta talen tas som helt exakta.

Tabell 4:2. Hushållens förmögenhetsställning.

Enligt 1958 års sparundersökning. Procentuell fördelning av hushåll med nettoskuld (nettolåntagare) resp. nettofordran (nettolångivare) med avseende på innehavet av realtillgångar + aktier, dvs. realt »säkra» tillgångar.

Hushåll som har	med realtillgångar + aktier						
	0—999	1 000—4 999	5 000—9 999	10 000—19 999	20 000—49 999	50 000—....	Totalt
Nettoskuld	48	13	11	13	12	3	100
Skuld = fordringar	100	0	0	0	0	0	100
Nettofordran	81	8	4	5	2	0	100
Samtliga	73	9	6	7	4	1	100

nettolåntagarna är motsvarande siffra 52 % och realtillgångar värderade till mer än 20 000 kr. innehas av 15 %.

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: ökad förmögenhetsspridning och ytterligare dominans av realtillgångar 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.

Det kan också noteras, att enligt undersökningen skulle penningvärdeförsämringens effekt beröra ungefär 90 % av hushållen — ehuru i mycket varierande grad, som framgått av det ovanstående. Av samtliga hushåll är ca 65 % nettolångivare medan knappt 30 % är nettolåntagare, vilket betyder att det finns mer än dubbelt så många hushåll, vars reala nettoförmögenheter nedgår vid inflation, än sådana vars nettoförmögenheter ökar. Ser man på nettoskulden resp. nettofordran *per hushåll* finner man, att skulderna hos nettolåntagarna är väsentligt större än fordringarna hos nettolångivarna. Låntagarhushållens reella förmögenhetsökning blir alltså i genomsnitt större än långivarhushållens förmögenhetsminskning vid inflation.

Den redovisade bearbetningen av sparundersökningens primärmaterial är dock knappast tillförlitlig som mätare av den absoluta storleken av de förmögenhetsöverföringar till och från *samtliga* hushåll, som sker vid inflation. Det bör sålunda observeras, att hushållssektorns fordringsöverskott enligt undersökningen skulle utgöra endast ca 2,7 miljarder kronor. Denna post är alltför liten för att inrymma hushållens nettoutlåning till staten, kommunerna och juridiska personer i allmänhet (främst aktiebolag). Enbart den utelöpande statsskulden i obligationer uppgick vid slutet av år 1958 till mer än 12 miljarder kronor. Materialet måste således innehålla betydande mätfel, vilka torde härröra ur en underskattning av de finansiella tillgångarnas storlek. Detta behöver dock inte betyda att den *relativa* fördelningen av nettoförmögenhet, fordringar och skulder som erhållits ovan skulle vara särskilt missvisande.

2.3 Hushåll med nominalt fixerade inkomster

För att belysa den andra frågeställningen om hushållens beroende av nominalt fixerade inkomster har ur primärmaterialet för 1958 års sparundersökning vissa hushåll utvalts. Det grundläggande villkoret är att hushållen redovisar en inkomst (för 1958) av minst 1 000 kronor, som består av antingen räntor, andra pensionsförsäkringar än folkpension, livränta eller annan pension än statlig och kommunal pensionsförmån. Dessa inkomstslag har antagits vara i huvudsak nominalt fixerade i den meningen, att deras storlek beror av den nominala räntenivåns höjd (i nuet eller förfluten tid). Även om de sålunda angivna inkomsterna uppgått till 1 000 kronor eller mera har dock de hushåll uteslutits, vars *övriga* inkomster är minst 10 gånger så stora som de nominalt fixerade inkomsterna. Ett fåtal hushåll med mycket stor sammanlagd inkomst har dessutom uteslutits från bearbetningen. Gränsen ligger vid en årsinkomst för 1958 av drygt 30 000 kronor. (Samtliga inkomster har räknats brutto, dvs. före skatt. Någon hänsyn har vidare ej tagits till s. k. inkomstvinster i form av arv, lotterivinster m. m.)

Det bör betonas att avsikten inte är att uppskatta hur många hushåll som totalt sett till mera väsentlig del lever på ränteinkomster. Syftet är endast att ge information om egenskaperna hos de hushåll, företrädesvis i det lägre inkomstskiktet, vars levnadsstandard beror av den reala avkastningen på penningfordringar. Hur detta beroende skall definieras är som sagt en värderingsfråga. Den följande redovisningen av undersökningens resultat avser att ge underlag för denna värdering.

De enligt de angivna principerna utplockade hushållens antal är 81 (av ett sammanlagt antal i sparundersökningen ingående hushåll av 1 708). Deras genomsnittliga inkomst, tillgångar och skulder framgår av *tabell 4: 3*. Tabellen innehåller även en jämförelse med motsvarande data för samtliga hushåll i 1958 års sparundersökning.

Den *sociologiska* sammansättningen av de 81 hushållen har följande karaktäristika. Intervjupersonernas, dvs. hushållsföreståndarnas, genomsnittsålder är hög: 66 år. Urvalstekniken är delvis en förklaring härtill, eftersom alla hushåll med pensionsinkomster (andra än folkpension och statlig eller kommunal pension) medtagits. Antalet hushåll, vilka uppbär en eller annan form av pension (således inklusive folkpension etc.) uppgår till 44. Medelåldern i denna del av materialet är 72 år, bland övriga »icke-pensionstagare» 59 år. Antalet intervjupersoner i en ålder av 67 år eller mera utgör 41.

Av hushållen uppbär 12 inkomst av jordbruk, 10 inkomst av annan rörelse medan 12 uppgivit inkomst av tjänst. Av de övriga är 44 att betrakta som pensionärer och 3 att hänföra till gruppen »rentierer».

I sparundersökningen rubriceras alla, som ej redovisar inkomst av jordbruk eller rörelse, såsom löntagare. En jämförelse mellan samtliga hushåll i sparundersökningen och vårt urval med avseende på andelen jordbrukare och företagare ger följande resultat:

	Sparundersökningen Andel	Urvalet Andel
Löntagare	65 %	73 %
Jordbrukare	21 %	15 %
Företagare	14 %	12 %

Antalet försörjda personer per hushåll är ca 1,7. Totalt ingår i urvalet ca 133 individer, som försörjes av de 81 hushållen.

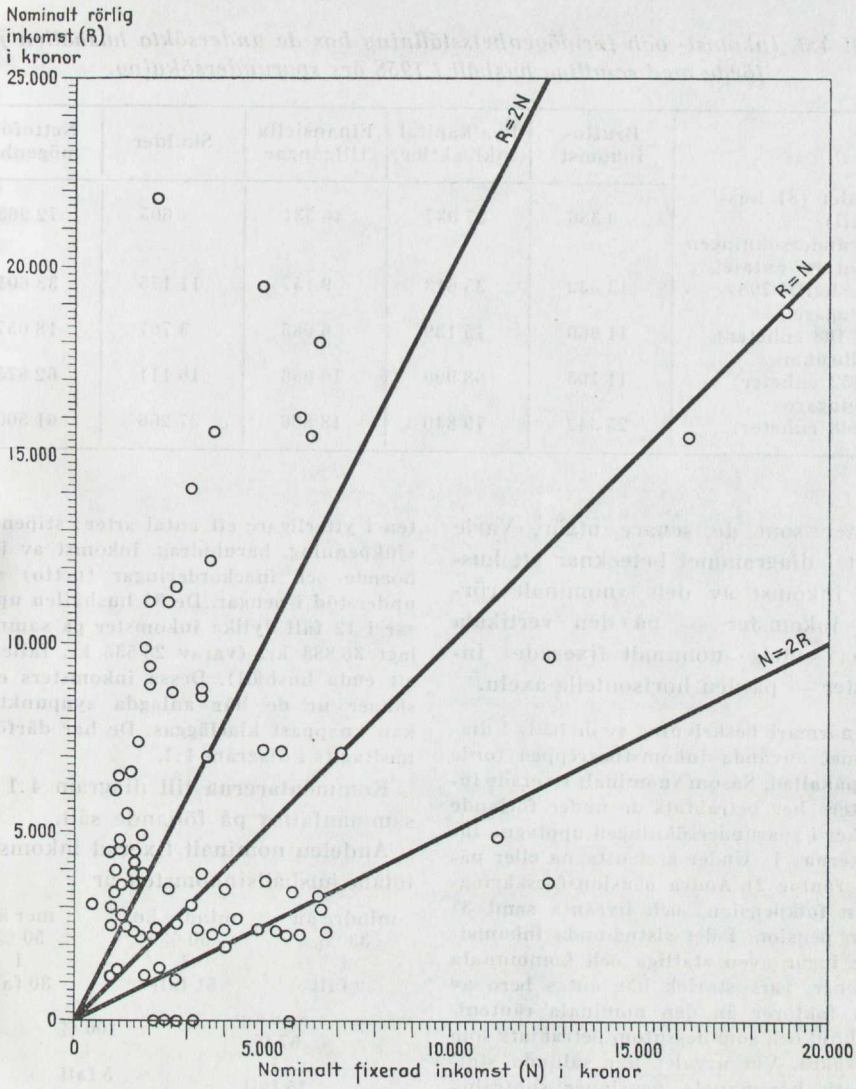


Diagram 4:1. Sambandet mellan nominalt rörliga och nominalt fixerade inkomster hos vissa hushåll i 1958 års sparundersökning.

Intervjupersonernas *yrkesfördelning*, sådan de själva uppgivit sin yrkestillhörighet, har följande utseende:

	Antal hushåll
Affärsmän och jordbrukare	24
Akademiker, ej affärsmän och jordbrukare	2
Tjänstemän	3
Arbetare	8
Obestämt yrke, t. ex. pensionär	44
Summa	81

Urvalskriteriet är, som nämnts, att hushållet har en nominalt fixerad inkomst av minst 1 000 kronor och att övriga »nominalt rörliga» inkomster är högst 10 gånger så stora som den nominalt fixerade delen av totalinkomsten. *Diagram 4:1* syftar till att ge en bild av storleksförhållandet mellan nominalt rörliga och nominalt fixerade inkomster och den tyngd i hushållens totala in-

Tabell 4:3. Inkomst- och förmögenhetsställning hos de undersökta hushållen jämförda med samtliga hushåll i 1958 års sparundersökning.

	Brutto-inkomst	Realkapital (inkl. aktier)	Finansiella tillgångar	Skulder	Nettoförmögenhet
Urvalet (81 hushåll)	9 386	27 037	46 531	605	72 963
Sparundersökningen (totala antalet hushåll 1 708)	13 532	35 613	9 157	11 175	33 601
Löntagare (1 108 enheter)	11 660	15 139	6 685	3 767	18 057
Jordbrukare (352 enheter)	11 103	68 900	10 086	16 111	62 875
Företagare (248 enheter)	25 342	79 840	18 886	37 266	61 500

komster som de senare utgör. Varje punkt i diagrammet betecknar ett hushålls inkomst av dels »nominalt rörliga» inkomster — på den vertikala axeln — dels »nominalt fixerade» inkomster — på den horisontella axeln.

En närmare beskrivning av de båda i diagrammet använda inkomstbegreppen torde vara påkallad. Såsom »nominalt fixerade inkomster» har betraktats de under följande rubriker i sparundersökningen upptagna inkomsterna: 1) Under året uttagna eller påförda räntor 2) Andra pensionsförsäkringar (än folkpension) och livränta samt 3) Annan pension. I det sistnämnda inkomstslaget ingår även statliga och kommunala pensioner, vars storlek här antas bero av andra faktorer än den nominala räntenivåns höjd och som dessutom betraktats som värdesäkra. Vid urvalet har sålunda statliga och kommunala pensioner subtraherats från posten »Annan pension». Till de »nominalt rörliga» inkomsterna har hänförts: 1) Inkomst av rörelse resp. jordbruk 2) Inkomst av fast tjänst 3) Inkomst av tillfälliga uppdrag, övertid o. d. 4) Utbetalningar från handelsbolag, kommanditbolag eller ekonomiska föreningar där hushållet är delägare 5) Utdelningar på aktier 6) Folkpension samt stats- och kommunalpensioner. Dessa inkomstslag har sammanförts med utgångspunkt från hypotesen att de samtliga är att betrakta som »värdebeständiga» eller standardföljsamma. De har således betecknats som realinkomster. Sparundersökningen uppdelar hushållsinkomsten i ytterligare ett antal arter: stipendier, sjukpenning, barnbidrag, inkomst av inneboende och inackorderingar (netto) samt understöd i pengar. De 81 hushållen uppvisar i 12 fall dylika inkomster på sammanlagt 36 888 kr. (varav 25 536 kr. faller på ett enda hushåll). Dessa inkomsters egenskaper ur de här anlagda synpunkterna kan knappast klarläggas. De har därför ej medtagits i diagram 4:1.

Kommentarerna till diagram 4:1 kan sammanfattas på följande sätt.

Andelen nominalt fixerad inkomst av totala hushållsinkomsten är

mindre än 33 % i 39 fall	mindre än 50 % i 51 fall	mer än 50 % i 30 fall
mer än 67 % i 15 fall	100 % i 5 fall	

Det betyder, att för 42 av de 81 hushållen är mer än 1/3 av inkomsten nominalt fixerad, för 15 hushåll är mer än 2/3 nominalt fixerad. Diagrammet visar också att urvalet innehåller en stor andel hushåll med mycket små inkomster. 25 % av hushållen har således en total inkomst under ca 5 000 kronor. Den övre kvartilinkomsten är ca 12 000, varför hälften av hushållsinkomsterna ligger mellan 5 000 och 12 000 kronor.

Intrycket att de utvalda hushållen re-

presenterar ett mycket lågt inkomstskikt bekräftas i och för sig av *tabell 4:3* vid en jämförelse av genomsnittsinkomsten i hela materialet och i vårt urval. Det bör dock erinras om att hushåll med höga inkomster medvetet uteslutits vid urvalet. Av större intresse är därför tabellens upplysningar om förmögenhetsställningen hos de undersökta hushållen. Den förhållandevis låga genomsnittsinkomsten i urvalet motsvaras sålunda inte av en nettoförmögenhet som i samma riktning avviker från samtliga hushåll. Medelnettoförmögenheten är tvärtom större för vårt urval än för varje delgrupp i hela materialet.

Det är två faktorer som svarar för detta förhållande: finansiella tillgångar, som vida överstiger medelvärdet hos huvudmaterialets delgrupper samt — såsom den märkligaste egenskapen hos urvalet — en mycket låg genomsnittsskuld. Realkapitalets medelvärde (inklusive aktier) är i konsekvens härmed förhållandevis lågt. (Genomsnittet för samtliga hushåll utgör ca 35 600 kr.) Den stora andelen finansiella tillgångar i förmögenheterna var väntad, eftersom ränteinkomster och pensionsinkomster (försäkringsfonder redovisas som en hushållets tillgång) utgjort det väsentliga urvalskriteriet. Den mycket låga genomsnittliga skuldsättningen måste däremot förklaras på annat sätt; se nedan.

Undersökningens resultat kan sammanfattas på följande sätt. De hushåll vars inkomster i mer betydande utsträckning innehåller räntor, livräntor, pensioner eller andra nominalt fixerade inkomster, har som främsta karaktäristika hög genomsnittsålder och en stor andel pensionärer (dvs. personer över 67 år). Deras bruttoinkomster är — om vissa toppinkomster exkluderas — förhållandevis låga med 1/4 av hushållen i inkomstlägen, som ligger vid eller under existensminimum. (Observeras bör då, att hänsyn ej tagits till förekomsten av kapitalkonsumtion eller negativt sparande.)[1]

De i allmänhet låga inkomsterna har knappast någon motsvarighet på förmögenhetssidan. Hushållen har en förhållandevis god förmögenhetssituation. De finansiella tillgångarna dominerar. Mest frapperande är dock den mycket ringa skuldsättningen. Även i ekonomiskt avseende synes de utvalda hushållen representera ett passivt eller statiskt stadium i livscykeln, där man både avhänt sig större delen av sitt realkapital och amorterat sina skulder. De i förhållande till förmögenhetsställningen låga inkomsterna illustrerar avkastningssituationen hos finansiella fordringar av olika slag.

Dessa faktorer har resulterat i en betydande känslighet med avseende på penningvärdeförändringars konsekvenser för hushållens levnadsnivå. Samtidigt representerar de studerade hushållen en kategori, som genom ett utvidgat värdesäkert pensionsskydd i den statliga eller privata försäkringens form kan antas ständigt minska i omfattning.

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 »stabilt penningvärde». Det är i detta sammanhang dock enklast att anknyta till den

[1] Sparandet är obetydligt hos de undersökta hushållen. Sparandet per hushåll är endast 79 kronor. Ett negativt sparande uppvisas av 24 hushåll, medan 10 ej redovisar något sparande, vare sig negativt eller positivt.

totala efterfrågesituationen. En överskottsefterfrågan, som avser den sammanlagda konsumtionsvaru- och kapitalvaruefterfrågan, medför tendenser till prishöjningar, medan en underskottsefterfrågan ger en lägre sysselsättningsgrad.

För att studera verkningarna av indexlån på den samhällsekonomiska balansen fordras en undersökning av konsumtions- och kapitalvaruefterfrågans förändringar vid en övergång till en ekonomi med indexreglerade fordringar. En analys av förändringar i konsumtionsefterfrågan kan också betraktas som en undersökning av verkningarna på sparandet. När man i den stabiliseringspolitiska diskussionen framhållit önskvärdheten av ett ökat sparande i situationer med total överskottsefterfrågan har detta varit likvärdigt med att den omedelbara konsumtionsefterfrågan bör minska.

Möjligheterna att realisera den andra målsättningen, en hög ekonomisk tillväxttakt, påverkas dels av nationalproduktens fördelning mellan aktuell konsumtion och investeringar, dels av den totala investeringsverksamhetens fördelning på skilda investeringsobjekt. För det fortsatta resonemanget antas att den ekonomiska tillväxten främjas, om investeringarnas andel ökas och om urvalet av realiserade investeringar gynnar de mest produktiva eller räntabla.

Det måste framhållas, att en analys av dessa problem måste bli teoretisk till sin karaktär, då de empiriska sambanden mellan exempelvis räntans höjd och sparandets och investeringarnas storlek är i stort sett okända till sin storlek och osäkra beträffande sin riktning. I det följande användes beteckningen »indexlån» för att beteckna lån reglerade med en konsumtionsprisindex, om ej annat särskilt angives.

Först behandlas verkningarna av indexlåns införande på omfattningen av konsumtionsvaruefterfrågan och sparandet. Därpå följer en liknande diskussion av verkningarna på investeringsverksamheten. Dessa två avsnitt sammanfattas i en kort diskussion av verkningarna på den totala efterfrågan och konsekvenserna för den samhällsekonomiska balansen. Därutöver diskuteras hur investeringsfördelningen kan förändras vid en övergång från ett läge med penninglån som enda placerings- eller upplåningsform till en situation där företagen kan välja mellan penninglån och indexlån.

3.1 Sparandet

Önskemålen om införandet av indexreglerade fordringar har i stor utsträckning motiverats med att indexlån skulle ha sparstimulerande verkningar, dvs. minska den aktuella konsumtionsefterfrågan, och därmed underlätta uppnåendet av samhällsekonomisk balans i en situation med överskottsefterfrågan och inflationstryck.

Det har i detta betänkande tidigare antagits att en räntedifferens kommer att föreligga mellan indexlån och penninglån, och att denna differens återspeglar förväntningar om framtida pris- och indexhöjningar. Indexlån behöver således inte ge en högre (eller lägre) förväntad avkastning än penninglån. Det är dock uppenbart att en del av argumenten för indexlån som ett sparstimulerande medel har baserats på föreställningen att avkastningen på indexlån skall överstiga penninglånens avkastning. För att undersöka indexlåns verkningar på sparandet är det därför nödvändigt att söka särskilja effekten av eventuella förändringar i förväntad avkastning från de verkningar, som sammanhänger med att indexlån ger en realt säkrare avkastning för spararna.

Problemet kan också formuleras så att sparandets känslighet för förändringar i förväntad real avkastning och dess känslighet för förändringar i osäkerheten om avkastningen skall undersökas var för sig.

Sparandets räntekänslighet

I den utsträckning avkastningsförhållandena bidrar till att påverka hushållens sparande borde det vara den *reala* avkastningen som främst är bestämmande. För hushåll med nominala tillgångar måste således hänsyn tas till den förväntade prisutvecklingen för att den förväntade reala avkastningen skall kunna erhållas. Om ingen hänsyn tas till beskattningsförhållandena kommer således en placering med nominalräntan 5 % att ge en real avkastning på 3 % vid en tvåprocentig årlig prisstegring, 0 % vid en femprocentig prisökning och —2 % vid en sjuprocentig prisökning.

För en placering i indexreglerade fordringar kommer däremot den förväntade reala avkastningen — även här utan hänsyn tagen till beskattningen — att vara oberoende av de förväntningar individerna har beträffande den framtida prisnivån. Det är troligt att hushållen har en viss spridning i sina förväntningar om den framtida prisnivåutvecklingen. Denna spridning är av två slag; dels kan bedömningen av den framtida prisutvecklingen ske med en varierande grad av osäkerhet, dvs. innehålla ett större eller mindre antal *möjliga* utfall, dels kan den *förväntade*[1] prisförändringen variera mellan olika hushåll.

Spridningen av förväntningarna är av betydelse för de verkningar indexlån kan ha på sparandet. I detta avsnitt behandlas enbart sparandets ränte- eller avkastningskänslighet. Det är därför lämpligt att bortse från att subjekten kan vara osäkra i sin bedömning av framtida prisförändringar. I stället antas att varje hushåll har en entydig förväntan om prisnivåförändringarna, men att dessa förväntningar varierar för olika hushåll.

Vid givna räntesatser på penninglån och indexlån erhåller de subjekt, som har förväntningar om en inflation som är större än den rådande differensen, en högre avkastning på indexlån. De hushåll, som däremot förväntar en mindre inflation än vad som svarar mot räntedifferensen, finner penninglån förmånligare ur avkastningssynpunkt.

Vid oförändrad penningränta är det således räntedifferensens storlek, som avgör om och för vilka grupper en höjning av den möjliga förväntade avkastningen inträffar. En räntedifferens, som motsvarar genomsnittliga inflationsförväntningar, uppfattas som en avkastningsökning vid placeringar i indexlån för alla, som har genomsnittliga eller större inflationsförväntningar. Övrigas avkastningsförväntningar påverkas ej, då penninglån för dessa hushåll framstår som den placeringsform, som ger den högsta avkastningen. Endast vid en mycket stor räntedifferens och en begränsad spridning i hushållens förväntningar föreligger en situation där ingen uppfattar indexlånens tillkomst som en höjning av den förväntade avkastningen.

Dessutom bör observeras, att förväntningarna om framtida prisnivåförändringar kan påverkas av indexlåns införande. Hithörande problem behandlas i avdelning III och behöver därför här endast antydas. Förekomsten av en räntedifferens, baserad på en för marknaden genomsnittlig uppfattning om de framtida prisförändringarnas storlek, kan påverka de individuella förvänt-

[1] För en definition av begreppet förväntad prisnivåförändring se kap. 2.1.

ningarna så att dessa närmar sig den genomsnittliga. Detta skulle alltså minska spridningen i förväntningar. Men indexlåns införande kan också bidra till en övergång till ett mer realt betraktelsesätt och minska den »nominalillusion», som kan finnas hos allmänheten. Förekomsten av indexlån kan således klargöra den relativt låga reala avkastning, som sparande givit under efterkrigstiden. Det bör framhållas att hänsyn dessutom måste tas till att införandet av indexlån också påverkar osäkerheten om sparandets avkastning (se nedan).

Även om vissa långivargrupper kan uppfatta indexlåns införande som en avkastningsökning, är därmed inte effekterna på sparandet säkerställda. Det är välkänt från den ekonomiska teorin att man icke, utan kompletterande empiriska undersökningar, kan avgöra om en ränteökning leder till minskat eller ökat sparande.

En kort beskrivning av argumenten för denna uppfattning kan lämnas. I teorin för sparande och konsumtion studeras ett hushåll, som uppgör en konsumtionsplan för en längre tid. En avkastningshöjning tolkas som att framtida varor blir billigare än dagens varor. Detta kan inträffa antingen genom att penningräntesatsen ökas vid oförändrad förväntan om prisnivåutvecklingen eller att inflationsförväntningarna minskar vid oförändrad penningräntesats. Vid sparande i indexreglerade fordringar fordras en höjning av realräntesatsen. Genom att avstå från en viss mängd varor idag kan man köpa en större mängd varor i framtiden än före höjningen av sparandets reala avkastning. Samtidigt verkar räntehöjningen som en ökning av sparandets realinkomst. Detta kan antingen leda till att hushållet nu finner det mer lönsamt än tidigare att byta ut konsumtion i nutid mot framtida konsumtion och därför ökar sitt sparande. Eller också kan det tänkas, att då den ökade avkastningen per sparad penningenhet leder till att ett visst sparmål kan uppnås med mindre sparande än tidigare, hushållen ökar sin aktuella konsumtion och minskar sparandet. Den totala verkan på sparandet av en höjning av den reala avkastningen är alltså osäker. Därmed är också verkan på spararnas aktuella konsumtion osäker. För en låntagare verkar däremot räntehöjningen dels som en relativ höjning av kostnaderna för den aktuella konsumtionen, dels som en minskning av den reala inkomsten. Dessa tendenser verkar alltså åt samma håll dvs. mot en minskning av den aktuella konsumtionen.

De flesta torde dock vilja göra troligt att nettoeffekten av en real avkastningsökning är en minskning av den aktuella konsumtionen, även om storleken av konsumtionsförändringarna vid begränsade ändringar i den förväntade avkastningen antagligen är obetydliga. I sådant fall skulle indexlåns införande vid oförändrad penningränta och en differens i ränta mellan penning- och indexlån, som motsvarar en genomsnittligt förväntad årlig indexhöjning, öka sparandet för de grupper, som är långivare och förväntar en kraftigare inflation än vad som svarar mot räntedifferensen.

För låntagare blir situationen något annorlunda. Om ingen hänsyn tas till den individuella osäkerheten i förväntningarna, kommer hushåll som har förväntningar om en mindre inflation än vad som indikeras av räntedifferensen att välja indexlån för sin upplåning. Låntagare, som väntar större inflation, kommer även i fortsättningen att välja penninglån. Indexlåns införande uppfattas således som en sänkning av den reala upplåningskostnaden för de grupper, som har de lägsta inflationsförväntningarna, och detta bidrar till att öka deras upplåning. Den ovan nämnda effekten av en eventuell minskning av konsumtionsefterfrågan kan således delvis kompenseras av att vissa låntagare *ökar* sin aktuella konsumtion. Denna ökning torde dock bli kvantitativt obetydlig bl. a. med hänsyn till de begrän-

sade möjligheterna att erhålla långa konsumtionskrediter.

Sparandets riskkänslighet

För att undersöka hur indexlåns egenskap att ge en säker real avkastning påverkar sparandet är det lämpligt att utgå från ett antagande om att differensen mellan penning- och realräntesats precis svarar mot förväntningarna om penningvärdeförändringarna. Indexlån och penninglån ger med detta antagande samma förväntade reala avkastning. Den väsentliga skillnaden ligger i att för penninglånet är den reala avkastningen osäker, medan indexlån ger en av penningvärdeförändringarna oberoende real avkastning.

I kap. 2 har visats att i det fall placeraren har en aversion mot penningvärdeosäkerheten kommer indexlån att väljas som huvudsaklig placerings- eller upplåningsform. Även om hushållet föredrar indexlån är dock därmed inte klarlagt om sparandet påverkas av den riskreduktion, som indexlån kan ge. Något empiriskt material som belyser sambandet mellan penningvärdeosäkerhet och sparandets omfattning existerar ej, varför alla omdömen måste baseras på teoretiska resonemang.

Ur teoretiska överväganden kan argument hämtas för uppfattningen att riskreduktionen leder till en konsumtionsminskning. De är i huvudsak följande. Ett hushåll, som med fullständig säkerhet om framtida priser och avkastning väljer att skjuta upp en del av den nu möjliga konsumtionen till framtiden, upplever vid tillkomsten av osäkerhet en direkt minskning av värdet av den framtida konsumtionen. Det är rimligt att anta att ett hushåll värderar möjligheterna till mindre konsumtion än förväntat (vilket inträffar vid kombinationen penninglån - större inflation än förväntat), starkare negativt än vad motsvarande möjliga vinster värderas positivt (vid en inflation som är mindre än förväntat). Om osäkerheten minskar, ökar således värdet av den framtida konsumtionen, och hushållet kan föredra att uppskjuta en del av den nu möjliga konsumtionen och öka sparandet.

Ovanstående argument bygger på förekomsten av en viss värdering av framtida konsumtion. Det är dock möjligt att konstruera fall, för vilka riskminskningen leder till minskat sparande och ökad konsumtion. Antag att en sparare är mycket angelägen om att det framtida realvärdet av förmögenheten skall ligga ovanför en viss gräns, och att det subjektiva värdet av denna förmögenhet kraftigt minskar om realvärdet underskrider denna gräns. Vid placeringar i penninglån måste spararen bygga upp en förmögenhet som tolererar även kraftiga inflationer för att gränsen ej skall underskridas. Om osäkerheten minskar genom en övergång till indexlån med ett säkert realt framtida värde, behövs ett lägre sparande för att garantera att miniminivån för den framtida reala förmögenheten verkligen uppnås.

Det är således möjligt att konstruera fall, baserade på olika värderingstyper, för vilka riskreduktionen av indexlån ger olika resultat beträffande sparandets förändringar. I allmänhet kan man anta att den värderingstyp, som baseras på en klar aversion mot penningvärderisker överväger, och att sparandeeffekten för denna kommer att vara positiv om subjekten är långivare eller har en positiv nettoförmögenhet. För låntagare bör riskreduktionen få den motsatta effekten: dessa har en tendens att öka sin upplåning och sin aktuella konsumtion. Den sammanlagda effekten av den riskreduktion, som indexlån ger, bör dock bli positiv, då nettoförmögenheten för långivarna är större än nettoskuldsättningen för låntagarna, såvitt avser hushållen (se avsnitt 2.2).

Inflationens förmögenhetseffekt

I tidigare avsnitt i detta kapitel har visats att en inflation som är större (eller mindre) än förväntat medför reala förmögenhetsförskjutningar. Då hushållssektorn som helhet betraktad har en positiv nettoförmögenhet i nominala fordringar, kan således en icke

förväntad inflation minska det reala värdet av hushållens totala förmögenhetsmassa. Denna minskning leder troligen i sin tur till en konsumtionsminskning och därigenom till en minskad total efterfrågan och ett lägre inflationstryck.

En dylik förmögenhetseffekt kan betraktas som en »inbyggd stabilisator» i ekonomin genom att den dämpar en ursprunglig inflationsstörning. Det måste understrykas att stabiliseringen i så fall sker till priset av icke avsedda förmögenhetsomfördelningar. Om en väsentlig del av hushållens fordringar utgöres av indexlån föreligger inte längre en sådan automatik. En inflation påverkar inte i samma grad den reala förmögenhetens storlek, varvid konsumtionen, i den utsträckning ett samband föreligger mellan konsumtion och real förmögenhet, lämnas opåverkad. I en ekonomi med indexlån kan krav således ställas på en aktivare finans- och penningpolitik för att kompensera förlusten av en inbyggd inflationsdämpning.

Värdet av den stabiliseringseffekt, som realvärdeförluster hos nominalt fixerade fordringar har vid inflationsstörningar, skall dock inte överdrivas. Även bortsett från den förmögenhetsomfördelning, som äger rum och som kan värderas negativt, kan storleken av den uppkomna konsumtionsminskningen vara begränsad.

Inflationsförväntningarnas roll

Det har tidigare framhållits att den förväntade reala avkastningen på penninglån är beroende av de individuella prisförväntningarna, och att dessa kan uppvisa betydande variationer. Om sparandet bestämmes av de reala avkastningsförhållandena, måste man, för att kunna ange sambandet mellan penningräntesatser och sparande, ta hänsyn till spararnas inflationsförväntningar.

Detta innebär bl. a. att förändringar i inflationsförväntningarna kan få verkningar på sparandets omfattning. Om allmänhetens prisnivåförväntningar undergår en förändring i inflationistisk riktning, ger detta vid oförändrade nominalräntesatser en sänkt real avkastning. Tidigare har hävdats, att en sänkt real avkastning troligen leder till ett minskat sparande och en ökad konsumtion. Enbart förväntningar om inflation kan på detta sätt ge upphov till konsumtionsökningar, som leder till överskottsefterfrågan och ett inflationstryck.

Om däremot en väsentlig del av hushållens tillgångar är indexreglerade, ger förändrade inflationsförväntningar inga sådana effekter på konsumtionen, då den för avvägningen mellan sparande och konsumtion aktuella reala avkastningen är oberoende av penningvärdeutvecklingen. Risken för att enbart förväntningar om inflation skall leda till överskottsefterfrågan och prishöjningar är således mindre i en ekonomi med indexlån. Denna minskning av förväntningarnas roll som störningsfaktor bör värderas positivt ur stabiliseringspolitisk synpunkt.

Den i föregående avsnitt beskrivna stabiliserande egenskapen hos nominala fordringar vid inflation kan också minskas eller helt elimineras av inflationsförväntningarnas konsumtionsökande effekt. En realiserad inflation minskar visserligen det reala värdet av nominala tillgångar med en möjlig konsumtionsminskning som följd men kan samtidigt ge upphov till förväntningar om ytterligare inflation. Om dessa förväntningar inte neutraliseras av nominalräntehöjningar, uppkommer troligen konsumtionsökande tendenser, vilka kan vara större eller mindre än den konsumtionsminskning, som orsakas av de realt minskade förmögenheterna.

3.2 Investeringarna

För en bedömning av de totala verkningarna på den samhällsekonomiska balansen av indexlåns införande fordras en undersökning av den sammanlagda effekten på sparande och investeringar. I de följande avsnitten studeras hur indexlån kan ge avkastnings- och riskeffekter, som påverkar såväl investeringarnas omfattning som deras sammansättning.

Även i detta avsnitt antas, att indexlånen regleras med konsumentprisindex. Detta innebär, att den riskreduktion som erhålles för företagen antagligen ej är lika stor som den som hushållen normalt kan uppnå. Dessa problem har blivit föremål för en utförlig behandling i kap. 2 och kommer i det följande att beröras endast i samband med diskussionen om investeringarnas riskkänslighet.

Investeringarnas räntekänslighet

I en diskussion om hur företagens kapitalvaruefterfrågan och därmed den totala investeringsvolymen påverkas genom tillkomsten av indexlån är det lämpligt att göra en uppdelning på självfinansierande och lånefinansierande företag. På samma sätt som för hushållen kan verkningarna vara olika för låntagare resp. långivare. Dessutom antas att penningräntan är i stort sett oförändrad och att räntedifferensen mellan indexlån och penninglån svarar mot de genomsnittliga inflationsförväntningarna bland företagen.

Det självfinansierande företagets handlande kan beskrivas som att företaget försöker fördela sina tillgångar mellan inköp av realkapital och finansiella placeringar så att den förväntade vinsten blir den största möjliga. Självfinansierande företag, som väntar en tillräckligt liten inflation — i detta avsnitt bortses från företagens osäkerhet i prisnivåbedömningen — påverkas inte av indexlånens tillkomst, utan placeringar i penninglån utgör det bästa alternativet till realinvesteringar. Om företaget förväntar en större inflation än den genomsnittligt förväntade kan placeringar i indexlån vara ett aktuellt alternativ. För företag med sådana förväntningar ger indexlån en högre förväntad avkastning än penninglån. Det är därför troligt att företaget kan vara berett att något minska sina realinvesteringar och ersätta de minst lönsamma investeringarna med placeringar i indexlån, som ger en högre avkastning.

Det bör i detta sammanhang framhållas, att finansiella placeringar inte behöver utgöra något alternativ till realinvesteringar för självfinansierande företag, om dessa för sina investeringar tillämpar kalkylräntor, som väsentligt överstiger avkastningen på dylika placeringar. Även för lånefinansierande företag kan ränteförändringarnas verkningar på investeringsvolymen minskas om tillgången på kredit snarare än den marginella investeringens räntabilitet är avgörande för upplåningens och kapitalvaruefterfrågans omfattning.

För lånefinansierade företag med upplåningsmöjligheter gäller, att företag med förväntningar om en större inflation än genomsnittligt ej kommer att påverkas, då indexlån för dessa uppfattas som en upplåningsform med en högre real kapitalkostnad än penninglån. Däremot kan indexlån ge en lägre förväntad kapitalkostnad i förhållande till penninglån för företag som förväntar en mindre inflation. Dessa företag kommer att ha en tendens till att övergå till upplåning i indexlån, samtidigt som den lägre reala kapitalkostnaden ökar dessa företags kapitalvaruefterfrågan.

Ränteeffekten av indexlåns tillkomst kan således gå i bägge riktningarna i

den utsträckning företagens investeringsplaner överhuvudtaget påverkas. Även när det gäller styrkan av sambanden mellan räntans och investeringsvolymens storlek är kunskaperna mycket blygsamma, och det är inte möjligt att närmare precisera varken storleken eller riktningen av den totala effekten.

Investeringarnas riskkänslighet

Företag, som förväntar ett positivt samband mellan utvecklingen av den egna bruttovinsten och den allmänna prisnivån, bör uppfatta lån reglerade med en konsumentprisindex som en riskreduktion. Det innebär att osäkerheten om storleken av företagets förväntade, reala nettovinst kommer att vara mindre vid upplåning i indexlån än i penninglån.

Verkningarna på företagets kapitalvaruefterfrågan av förändringar i den med upplåningen förenade penningvärderisken kan enklast studeras under förutsättningen att företaget ur avkastningssynpunkt finner indexlån och penninglån likvärdiga. Räntedifferensen mellan de två låneformerna skall alltså motsvara den förväntade penningvärdeförändringen.

Ett lånefinansierande företag bör under dessa förutsättningar få en ökad benägenhet för skuldsättning för inköp av realkapital om upplåningen kan ske i indexlån. För dessa företag skulle alltså riskreduktionen leda till en investerings- och upplåningsökning. För självfinansierande företag bör riskreduktionen i stället leda till en investeringsminskning. Om företaget har som mål att vid en given förväntad real avkastning söka minska osäkerheten i dessa förväntningar bör en övergång från realinvesteringar till finansiella placeringar i indexlån bidra till en ökad säkerhet beträffande det reala värdet av den framtida vinsten. 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.

Investeringsfördelningen

Om företagen har en tillräckligt stark riskaversion och indexlån ger en riskreduktion vid investeringar, kan detta förhållande leda till att företag använder indexlån för upplåning eller finansiella placeringar även om den förväntade reala avkastningen för penninglån är lägre (för låntagare) eller högre (för långivare). Det är tänkbart att vissa företag i sin upplåning eller sina placeringar är beredda att avstå från en del av de vinster, som är möjliga vid penninglån, för att erhålla den större säkerhet, som indexlån ger. Det kan också göras sannolikt att företagen kommer att finna det lämpligt att använda indexlån och penninglån samtidigt. Avvägningen mellan storleken av engagemangen i de två låneformerna blir därvid beroende på företagens riskattityd och prisnivåförväntningar.

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 indexlånens avkastning resp. upplåningskostnad. Variationerna i olika företags prisförväntningar spelar en mindre roll än i det fall endast penninglån finns. Om penninglån utgör den enda upplåningsformen eller placeringsalternativet, kommer företagets investeringsplaner att påverkas av prisförväntningarna. Företag med en starkt inflationistisk inställning uppfattar den förväntade reala kapitalkostnaden (och realavkastningen vid alternativa placeringar i finansiella

objekt) som låg och har därigenom en benägenhet att även genomföra investeringar med en låg real avkastning. Å andra sidan kommer företag med förväntningar om en svag inflation eller penningvärdestabilitet att överskatta den reala kapitalkostnaden och genomför inte investeringar, som skulle kunna ge en högre real räntabilitet. Den reala räntabiliteten kan således i en ekonomi med penninglån variera starkt mellan olika företag beroende på dessa prisförväntningar.

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 företagens 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.

Denna slutsats kan dock behöva modifieras bl. a. med hänsyn till institutionella kreditmarknadsförhållanden med olika inslag av kreditransonering. Dessa problem skall behandlas i de penningpolitiska kapitlen.

33. Sammanfattning

Den samhällsekonomiska balansen

I det föregående har visats att vid en oförändrad penningränta och en räntedifferens, som ungefär svarar mot den genomsnittligt förväntade penningvärdeförändringen, kan indexlåns införande påverka konsumtion och investeringar i såväl positiv som negativ riktning. Även om effekterna inte är säkra, är det troligt att indexlåns införande leder till en konsumtionsminskning och en investeringsökning. Den sammanlagda effekten på den totala efterfrågan är därmed obestämd. Denna osäkerhet beträffande verkningar på den samhällsekonomiska balansen behöver dock inte vara avgörande vid en total värdering av indexlån. Även om indexlån skulle bidra till en total efterfrågeökning, kan denna effekt neutraliseras med andra medel. Indexlåns egenskap av värdesäkra kontrakt och därigenom föreliggande möjligheter att minska risktagandet i det ekonomiska livet och uppnå en önskad förmögenhetsfördelning, även om inflation inträffar, är däremot exklusiva företeelser, som inte kan erhållas på något annat sätt.

Den ekonomiska tillväxten

Vid en i stort sett oförändrad räntenivå skulle indexlån kunna öka såväl sparandet som investeringarna. Denna effekt sammanhänger med den riskreduktion som indexlånen kan ge såväl sparare som investerare. Detta förhållande måste tolkas positivt ur välfärdssynpunkt, då det möjliggör en snabbare ekonomisk tillväxt vid en oförändrad avkastningsnivå. Men indexlånens införande kan även påverka den ekonomiska tillväxten i en positiv riktning genom att bedömningar baserade på en för alla investerare gemensam realräntesats ger ett bättre investeringsurval. De negativa verkningar på investeringsurvalet, som föreligger vid finansiering med penninglån och penningvärdeosäkerhet, elimineras. Med indexlån som upplåningsform eller som alternativ finansiell placering kan investeringsbesluten ske som om penningvärdet verkligen kunde hållas konstant. Detta innebär att inom en given investeringsram kan en omfördelning från lågräntabla investeringar till projekt med högre räntabilitet möjliggöras.

KAPITEL 5

Bostadsmarknad och indexlån

Inledning

I detta kapitel behandlas indexlåns användning för bostadsfinansiering och det samband som finns mellan införandet av indexlån och bostadspolitikens utformning. I en studie av dessa frågor kan två något olika ansatser väljas. Den första, som kan betecknas som en *medelansats*, är en undersökning av de verkningar, bl. a. med avseende på uppnåendet av de bostadspolitiska målen, som ett införande av indexlån får vid i övrigt *oförändrade* bostadspolitiska *medel*. Den andra ansatsen, som är en *målansats*, innebär en analys av alternativ för bostadspolitikens utformning i den situation som uppstår när ett nytt medel, indexlån, införes och bostadspolitikens *mål* skall hållas *oförändrade*.

I den följande framställningen har den andra av dessa två ansatser valts. Motiven för detta är främst att den första ansatsen ofta leder till svårtolkade resultat. Det är i många fall omöjligt eller orimligt att tänka sig alla övriga politiska medel oförändrade, och ett godtycke uppstår beträffande vilka kompenserande förändringar i politikens utformning som kan tillåtas. Denna ansats medger ej heller en diskussion av den politik som *bör* föras för att de politiska målen skall uppnås.

Med den andra ansatsen, målansatsen, är det nödvändigt att i större utsträckning ta hela det bostadspolitiska området i betraktande. Den följande analysen visar också, att under bestämda förutsättningar är indexlån ett medel, som direkt underlättar ett uppnående av de bostadspolitiska målen. Genom denna utvidgning skiljer sig föreliggande kapitel i vissa avseenden från de övriga i betänkandet. Men särställningen vid behandlingen av bostadsmarknadens problem kan motiveras av att bostadsfinansieringen är dominerande för stora delar av kreditmarknaden samt att bostadskrediternas villkor är starkt beroende av den statliga politikens utformning. Med hänsyn till bostadskreditgivningens dominerande andel av den svenska kapitalmarknaden kan en mer omfattande marknad för indexlån kräva att åtminstone delar av bostadsfinansieringen är indexreglerade. Det kan därför också ställas som ett villkor för en mer omfattande indexlånemarknad att de huvudsakliga bostadspolitiska målen skall kunna uppnås även vid en indexlånefinansiering av bostadsfastigheter.

Kapitlets första del ger en beskrivning och analys av dagens bostadspolitiska situation. Därvid behandlas de mål, som ligger till grund för politikens utformning och de medel, som användes. Den aktuella situationen med avseende på hyresnivå och hyresstruktur, fördelning av bostäder mellan olika konsumentgrupper och tilldelningsprinciper på marknaden behandlas också i detta avsnitt. Dessa frågor kan kanske förefalla perifera med hänsyn till frågan om indexlånefinansiering, men dis-

kussionen av de nämnda problemen motiveras med att inflation, penninglån och ett nominalistiskt betraktelsesätt spelat en stor roll för den aktuella situationen. För att kunna göra en bedömning av indexlånens egenskaper är det lämpligt att utgå från dagens läge. Avsnittet avslutas med en kort beskrivning av föreliggande utvecklingstendenser som den pågående avvecklingen av vissa hyreskontrollerande åtgärder och förändringar i den slutliga subventioneringen. En slutsats i denna första del är att för överskådlig tid framåt kommer det att finnas två olika system för prisbildning på bostadsmarknaden, dels en *jämviktshyresbildning*, dels en *hyressättning* baserad på *självkostnader*.

Det andra kapitelavsnittet behandlar två teoretiska modeller i vilka de två ovan nämnda typerna av hyresbildning renodlas. Därigenom är det möjligt att närmare undersöka indexlånens egenskaper, samtidigt som renodlingen i två typfall innebär att ett underlag föreligger för en fortsatt analys av mer realistiska marknadsmodeller, i vilka jämviktsprisbildning och självkostnadshyressättning blandas. Huvudintresset är knutet till en analys av fastighetsägarens val mellan penninglån och indexlån i de två olika marknadsformerna.

I det tredje avsnittet diskuteras utformningen av den statliga politiken vid en övergång till en marknad med inslag av indexreglerad finansiering. Som ett första problem behandlas därvid frågan om realräntenivåns höjd, dvs. vilken högsta realräntenivå, som kan tänkas vara förenlig med vissa bostadspolitiska målsättningar. Detta leder över till en diskussion om utformningen av den statliga räntegarantin. En övergång till indexlån och andra metoder för hyressättningen kan även aktualisera vissa kapitalvinstproblem. I den senare delen av tredje avsnittet diskuteras ett antal fall som skiljer sig åt beträffande ambitionerna att introducera indexlån på marknaden för bostadskrediter. Den roll indexlånen kan spela och de övergångsproblem som är förknippade med indexlånens införande varierar starkt mellan olika kombinationer av de två ovan nämnda hyressättningstyperna. I detta sammanhang behandlas också olika alternativ för övriga bostadspolitiska medels utformning.

1. Den aktuella bostadspolitiska situationen

Detta avsnitt avser att belysa några av de mål, som kan anses ligga till grund för den förda bostadspolitiken, samt de medel, som användes för målens uppnående. Särskild vikt lägges därvid vid den roll för uppkomsten av en ganska speciell hyresstruktur, som spelats av den inflationistiska utvecklingen i kombination med de bostadspolitiska medlens utformning. Denna hyresstruktur, ofta karaktäriserad med begreppet hyressplittring, får i sin tur verkningar på efterfrågans och nyproduktionens inriktning, fördelningen av bostäder, uppkomsten av olika slag av kapitalvinster etc.

1.1 Bostadspolitikens mål

Vid ett försök till sammanfattning av den förda bostadspolitikens mål ställs man omedelbart inför svårigheten att det i offentligt material, som utredningar eller propositioner, inte föreligger formuleringar av de bostadspolitiska målen, som direkt kan tillämpas i en studie av indexlån. Inte heller finns sådana *kriterier* formulerade, som omedelbart medger en analys av hur utvecklingen på bostadsmarknaden förhåller sig till de uppställda målen. I det följande görs därför en sammanfattning

och tolkning av olika offentliga uttalanden med särskild hänsyn till de moment som är väsentliga i en studie av indexlån för bostadsfinansieringen.

Det är därvid möjligt att i stort sett bortse från de motiv, huvudsakligen av stabiliseringspolitisk och social karaktär, som låg bakom hyresregleringens införande 1942 och i stället koncentrera framställningen till de motiv, formulerade i första hand i bostadssociala utredningens huvudbetänkande 1947, som idag fortfarande kan betraktas som centrala och giltiga. Hit måste främst räknas önskemålet att kunna *ge barnfamiljerna bostäder med en god utrymmes- och utrustningsstandard*. Bakom detta önskemål ligger en rad sociala skäl, som här inte närmare behöver specificeras. Detta mål kan ges en rad alternativa formuleringar, delvis beroende på den politik med vilken målet skall uppnås. En möjlig formulering är att relationen mellan en (subventionerad) hyra för en socialt lämplig familjebostad och inkomst (inkl. direkta transfereringar) ej skall överstiga ett visst tal. Som lämpligt tal har i detta sammanhang ofta preciserats 20 % av inkomsten i hyra för en normal familjebostad. Ett annat uttryck för samma mål är att säga att barnfamiljerna skall tilldelas en viss del av det totala bostadsbeståndet.

En bostadssocial politik med ovanstående mål har som grund antingen ett underkännande av de berörda konsumenternas val i en marknad eller en bestämd uppfattning om bostadskonsumtionens positiva *externa* effekter. En hög bostadsstandard kan således ge positiva effekter på områden utan prisbildning, främst avseende barnens utveckling: förbättrade skolprestationer, minskad ungdomskriminalitet etc., men också för andra familjemedlemmars arbetsprestationer och sociala beteende. Skulle samhället helt acceptera familjernas konsumtionsval behövs inga särskilda mål beträffande konsumtionen av vissa varor. Ett annat problem kan dock vara att inkomstfördelningen betraktas som mindre lämplig och med olika åtgärder bör rättas till. För att uppnå den bättre inkomstfördelningen är det emellertid tillräckligt att ge direkta transfereringar utan krav på viss fördelning av konsumtionen eller utan sådana subventioner som påverkar de relativa priserna.

Den andra väsentliga målsättningen är att *hyrorna*, åtminstone i nyproduktionen, *skall vara kostnadsbestämda*, samt att dessa kostnader ej skall avvika från vad som kan bedömas svara mot en långsiktig jämviktsnivå för hyrorna. Kortsiktiga byggnadskostnadsstegringar, orsakade av knapphet på resurser eller ett forcerat bostadsbyggande, bör således ej tillåtas slå igenom. Som senare skall visas är detta mål av stor betydelse för hyrespolitikens utformning i ett samhälle med en fortgående inflation.

De två ovanstående målen har gällt *fördelningen av bostäder mellan olika konsumentgrupper* samt en *övre gräns för hyresnivån*. Men dessa mål kompletteras också med ett par mål som avser bostadsmarknadens balans. Det första av dessa kan formuleras som ett krav på *hyresparitet* eller en enhetlig hyresnivå, det andra som ett krav på en *tillräcklig nyproduktion* för att en total jämvikt mellan utbud och efterfrågan skall uppnås på bostadsmarknaden. Utbudet omfattar därvid såväl det tidigare existerande beståndet som nyproduktionen.

Vad som skall förstås med hyresparitet eller dess motsats, hyressplittring, är ej helt självklart. I det följande användes begreppet hyresparitet om två för (den »representative») konsumenten likvärdiga lägenheter betingar samma hyra. Med hyra (i en vid mening) förstås inte bara hyresutgifter för hyreslägenheter utan också bostadsrättsavgifter (inkl. alternativ avkastning på egen insats) samt kostnader för egna hem,

eventuellt beräknade som den hyra ägaren avstår från genom att själv utnyttja bostaden. Att två lägenheter är tekniskt likvärdiga och betingar samma hyra är således inte ett tillräckligt eller ens nödvändigt villkor för att hyresparitet skall föreligga. Om t. ex. i en storstad en centralt belägen lägenhet betingar samma hyra som en tekniskt sett likvärdig lägenhet i ett avlägset område föreligger inte hyresparitet.

Beträffande nyproduktionens omfattning räcker det med att hänvisa till det ofta uttalade målet att »bygga bort bostadsbristen», utan att några väsentliga hyresförändringar behöver inträffa. Detta mål har dock tidvis kommit i konflikt med olika stabiliseringspolitiska mål, som krävt en minskning av bostadsbyggandet. Även andra mål som inte direkt berör bostadsmarknaden har betydelse för de bostadspolitiska åtgärderna. Främst gäller detta allmänna mål rörande inkomst- och förmögenhetsfördelningen. En nedpressad hyresnivå kan under vissa betingelser ha inkomstutjämnande effekter. Drastiska hyreshöjningar kan också leda till uppkomsten av kapitalvinster och förmögenhetsomflyttningar, som inte är önskvärda och som med nuvarande skattesystem inte heller effektivt kan beskattas.

1.2 Bostadspolitikens medel

De bostads- och hyrespolitiska medlen kan föras till tre huvudgrupper. Den första av dessa grupper utgöres av olika slag av *hyres- och priskontroll*, som gäller såväl det existerande beståndet som nytillkomna bostäder. För att garantera att kostnaderna sättes från kostnadssidan kan också olika former av självkostnadsföretag, s. k. allmännyttiga företag, stimuleras. En styrning av bostadsbeståndets fördelning till förmån för en ökad andel bostäder ägda av allmännyttiga företag kan också ses som ett bostadspolitiskt medel med syfte att uppnå mål beträffande hyror och bostadsbyggandets stabilisering. Den andra huvudgruppen av medel utgöres av *subventioner*, antingen *av byggnadskostnaderna* eller också *av löpande kapitalutgifter*. Genom sin utformning, som skall beskrivas närmare i ett kommande avsnitt, brukar denna typ av subventioner betecknas som generella, då de i kombination med hyreskontrollen påverkar hyrorna för samtliga hushåll i de berörda fastigheterna. Till denna grupp kan också föras den statliga långivningen, som sker till räntesatser avsevärt understigande motsvarande (hypotetiska) marknadsräntor.

Ett tredje väsentligt inslag i bostadspolitiken är *subventioner* som ges direkt *till hushåll* med en förhållandevis *låg hyresbetalningsförmåga* eller för vilka en förbättrad bostadsstandard kan ha positiva sociala effekter, t. ex. barnfamiljerna. Dessa bidrag är i allmänhet behovsprövade, och konstruktionen och verkningarna av dessa icke generellt verkande medel behandlas ej här, då frågeställningen inte är av omedelbart intresse ur indexlånesynpunkt. Men även genom medel som inte är direkt bostadspolitiska kan samhället styra utvecklingen. Främst sker detta genom skattereglerna som har verkningar på bl. a. hyresrelationerna mellan olika fastighetstyper.

Hyreskontroll och självkostnadsföretag

De hyreskontrollerande åtgärder som för närvarande tillämpas på den svenska bostadsmarknaden kan uppdelas på skilda system. Det mest omfattande hyreskontrollsystemet är det som utövas genom *hyresregleringslagstiftningen*. Under denna lagstiftning faller både bostadslägenheter i flerfamiljshus och affärslokaler. Även möblerade rum i de större orterna faller under denna lag-

stiftning. När det gäller bostäder är hyresregleringen begränsad till ca 250 orter (1963). Dessa utgöres av samtliga städer (med ett fåtal undantag), vissa köpingar och en del större tätorter. För regleringen av affärslokaler är lagstiftningen begränsad till de större kommunerna.

Undantagna från hyresregleringen är privata fastigheter med statliga lån, tilldelade efter 1956, samt allmännyttiga företag. Totalt kan man räkna med att 1960, det år då bostadsräkningen genomfördes, ca 860 000 lägenheter eller 32 % av det totala lägenhetsbeståndet omfattades av regleringen. Huvuddelen av detta bestånd var uppförd före 1942.

Hyresregleringen är i princip utformad så att för lägenheter byggda före 1942 har den vid denna tidpunkt gällande hyran satts som grundhyra. Den utgående hyran har därefter endast fått höjas för inträffade stegringar av drift- och kapitalkostnader. I det äldre beståndet föreligger således fortfarande en hyresstruktur som återspeglar hyresrelationerna från mellankrigstiden. För senare byggda lägenheter har grundhyror beräknats på grundval av produktionskostnad och löpande driftkostnad. Även för dessa lägenheter tillämpas ett system med generella höjningar baserade på uppskattningar av genomsnittliga drift- och kapitalkostnadsförändringar.

Hyresregleringslagstiftningen förbjuder också en hyresgäst att mot ersättning överlåta hyresrätten till en annan hyresgäst. För affärslokaler är däremot överlåtelser mot ersättning under vissa förutsättningar tillåtna och torde idag vara det normala, åtminstone inom det äldre fastighetsbeståndet. Även för hyreslägenheter har troligen en betydande grå eller svart marknad uppstått med överlåtelser av hyresrätter, eventuellt i dold form som ersättning för överlåtelse av möbler m. m.

Bostadsrättslägenheter omfattas av en kompletteringslagstiftning till hyresregleringen. Av intresse är därvid de regler, som gäller för beräkning av överlåtelsepriser på bostadsrätter. Lagstiftningen tillåter att överlåtelsevärdena beräknas som en andel av fastighetens värde, men systematiska underskattningar torde vara vanliga då fastighetsvärdet beräknas på basis av taxeringsvärde eller bokfört värde. Antalet lägenheter i bostadsrättsföreningar som 1960 omfattades av bostadsrättskontrollen kan uppskattas till ca 250 000 eller 9 % av bostadsmarknaden. En väsentlig del av dessa lägenheter ingick i de stora allmännyttiga organisationerna HSB och Svenska riksbyggen.

För statligt belånade privata fastigheter (med undantag av fastigheter belånade före 1948) gäller att *låneorganet* åsätter *maximihyror* för hyreslägenheter eller *maximerar överlåtelsepriserna* för egna hem. Beträffande metoderna för beräkning och förändringar av maximihyrorna gäller i stort sett samma regler som inom hyresregleringen. För de egna hemmen tillämpas en metod enligt vilken hänsyn tas till nominal värdestegring baserad på förändringar i byggnadskostnader men med avdrag för en värdeminskning om 1,5 % per år.

Låneorganets hyres- och priskontroll omfattade 1960 ca 130 000 bostadslägenheter och 150 000 egna hem, dvs. 5 resp. 6 % av beståndet och gäller även på orter utanför hyresregleringen. Större delen av de nu nämnda privata bostadslägenheterna (alla byggda mellan 1948 och 1956 i hyresreglerade orter) tillhör samtidigt hyresregleringssystemet.

En betydande del av nyproduktionen av bostadslägenheter handhas bl. a. av *kommunerna* genom såsom *allmännyttiga* betecknade företag. Dessa drives utan vinstsyfte. De allmännyttiga företagen anses innebära en garanti för ett

spekulationsfritt byggande. Deras hyressättning är i princip fri men med den betydelsefulla restriktionen att hyrorna skall sättas på basis av självkostnader. Ändringar i hyressättningen skall föregås av förhandlingar mellan bostadsföretag och hyresgästrepresentanter. De metoder, som användes inom dessa företag vid hyressättningen, överensstämmer därför i allt väsentligt med de regler, som tillämpas av lokala hyresnämnder eller statliga låneorgan för det reglerade beståndet. Ett undantag av viss betydelse är att de allmännyttiga bostadsföretagen kan beräkna självkostnadshyror för hela grupper eller områden av fastigheter och sedan fördela ett totalt hyresbelopp med hänsyn till lägenheternas värde ur konsumentsynpunkt.

De stora rikskooperativa organisationerna, HSB och Svenska riksbyggen, tillämpar vid överlåtelse av bostadsrätter beräkningsmetoder, som oftast är snävare än hyresregleringslagstiftningens. Generellt beräknas i dessa företag överlåtelsevärdena som ursprungliga insatser plus gjorda amorteringar efter det att hänsyn tagits till eventuell förbättring eller förslitning. Överlåtelsepriser på bostadsrätt i dessa företag skall dock godkännas av hyresnämnd.

Hyreslägenheterna i allmännyttiga företag (exkl. de rikskooperativa företagen) omfattade 1960 ca 290 000 lägenheter eller 11 % av det totala beståndet. Huvuddelen har byggts under 1950-talet.

Sammanfattningsvis kan sägas att de olika hyreskontrollsystemen garanterar *självkostnadshyror* för den övervägande delen av hyreslägenheter och att överlåtelse av hyresrätter mot ersättning ej tillåtes. För bostadsrättslägenheter och statligt belånade egna hem tillåtes i begränsad utsträckning värdestegringen att påverka överlåtelsepriserna. För affärslägenheter accepteras i stort sett marknadsbestämda överlåtelsevärden. En helt fri prisbildning och hyressättning tillåtes på icke statligt belånade egna hem samt det begränsade antalet hyreslägenheter på icke hyresreglerade orter.

Tabell 5:1. Lägenhetsbeståndets fördelning på olika kontrollsystem 1960.

Kategori	Antal	%
Privata hyreslägenheter med hyreskontroll	890 000	33
Därav enbart under hyresreglering	750 000	28
Därav enbart med låneorganets kontroll ...	28 000	1
Därav m. dubbelkontroll	112 000	4
Allmännyttiga hyreslägenheter	287 000	11
Kooperativa företag ...	250 000	9
Därav rikskooperativa	180 000	7
Småhus, hyreslägenheter utanför kontrollsystemen	1 244 000	47
Därav egna hem med maximerade försäljningspriser	150 000	5
Summa	2 671 000	100

I nedanstående tabell visas hur bostadsbeståndet i slutet av år 1960 fördelades på olika kontrollsystem. Beräkningarna får betecknas som preliminära och på många punkter osäkra, då de hyreskontrollerande myndigheterna saknar uppgifter om hur många lägenheter, som omfattas av resp. system.

Ränte- och kapitalsubventioner

Tillfälliga stegringar i byggnadskostnaderna har under 40- och 50-talen delvis eliminerats genom att de bostadspolitiska låneorganen gett tilläggslån vilka varit ränte- och amorteringsfria. Den del av byggnadskostnaderna, som motsvaras av tilläggslån påverkar ej hyrorna eftersom inga kapitalkostnader föreligger för denna del. Nya tilläggslån till-

delas ej längre och huvuddelen av tidigare lån är uppsagd till amortering och löper nu med ränta (eller har definitivt avskrivits som en statlig fordran).

För att allmänt påverka hyresnivån i de nybyggda fastigheterna tillämpas ett system med statliga lån för toppfinansieringen och räntegarantier för underliggande lån. Toppfinansieringen utgöres för flerfamiljshus av statliga bostadslån (tidigare s. k. tertiärlån) med räntesatser som väsentligt understiger jämförbara marknadsräntor men också den statliga upplåningsräntan. De statliga bostadslånen skall amorteras på 30 år och löper för nya fastigheter med en räntesats på 4 %. Den övre gränsen är för den statliga långivningen 100 % av belåningsvärdet för allmännyttiga företag, 95 % för bostadsrättsföreningar och 85 % för privata företag.

För underliggande lån tillämpas ett system med räntegarantier, enligt vilka staten betalar skillnaden mellan aktuella upplåningsräntor och de garanterade räntesatserna. Staten erlägger dock endast skillnaden upp till en fastställd högsta lånemarknadsränta. Idag gäller för nyproduktionen att lån inom 60 % av belåningsvärdet har en garantiräntesats på 3,5 % och lån inom ytterligare 10 % upp till det statliga lånet har räntesatsen 4 %. För egnahemsfinansieringen föreligger ett i stort sett likartat system. Av intresse är att notera att de garanterade räntesatserna satts högre för tidigare uppförda fastigheter. För primärlånen var före 1963 räntegarantin 4,5 % för hus färdigställda före 1951, 4 % för hus färdigställda 1951 och 1952 samt 3,5 % för senare tillkomna hus. Efter beslut av 1963 års riksdag har dessa gränser ändrats så att den statliga räntegarantin är helt slopad för fastigheter färdigställda före 1951, höjd till 4,5 % för hus färdigställda 1952—56, höjd till 4 % för hus färdigställda i stort sett 1956—58 samt oförändrad, dvs. 3,5 % för senare tillkomna hus.

Avtrappningen av räntegarantin har varit möjlig att genomföra utan att hyrorna i äldre hus ligger över nyproduktionens hyror. Detta sammanhänger med de ökade byggnadskostnaderna för den senare produktionen. Som också skall visas är avtrappningen och de ökade byggnadskostnaderna av stor betydelse för diskussionen av indexlånens egenskaper ur bostadspolitisk synpunkt.

Skattepolitiken

Genom skattepolitiken föreligger möjligheter att styra såväl konsumenternas efterfrågan mellan olika lägenhetskategorier som produktionen mellan olika företagsformer. Det svenska skattesystemet innehåller två inslag som har direkt styrande effekter på bostadsmarknaden. Det ena inslaget är beskattningen av egna hem. För dessa beräknas intäkter schablonmässigt som 2,5 % av taxeringsvärdet, medan avdrag tillåtes för hela ränteutgiften. Underskottet kan avdragas mot intäkter från andra förvärvskällor. Då intäkterna räknas lågt i förhållande till exempelvis en alternativ finansiell placering, innebär denna beskattning en subvention av egnahemsägare i förhållande främst till hyresgäster. Subventionsgraden ökar med stigande inkomst på grund av skatteskalans progressivitet. Därigenom verkar beskattningen styrande på konsumtionens inriktning med en ökad efterfrågan på egna hem och villor, inte minst från grupper med höga marginalskattesatser.

Ett liknande system för beräkning av intäkterna gäller även i allmännyttiga och kooperativa företag. För dessa beräknas en beskattningsbar intäkt schablonmässigt till 3 % av taxeringsvärdet.

Därvid anses hänsyn ha tagits till värdeminskning. Räntekostnader får avdras mot dessa intäkter, varigenom någon skatt oftast ej behöver erläggas då räntekostnaden är väsentligt högre. Däremot finns ej möjligheter att avdra ett eventuellt underskott mellan den schablonmässigt beräknade intäkten och ränteutgiften. En bostadsrättsinnehavares avkastning av sin insats (i form av lägre hyror) blir med dessa beskattningsregler lindrigare beskattad än en motsvarande finansiell placering.

1.3 Den aktuella marknadssituationen

Den aktuella bostadsmarknadssituationen präglas av ett *efterfrågeöverskott* på bostäder, eller, med ett annat ord, en *bostadsbrist*. Men efterfrågeöverskottet är ojämnt fördelat inte endast mellan olika orter utan också inom ett lokalt begränsat bostadsbestånd. Situationen kan också karaktäriseras med begreppet *hyressplittring*, dvs. en bristande hyresparitet föreligger. Inledningsvis måste understrykas att den uppkomna hyresstrukturen, som i stort sett innebär att nya lägenheter har en tendens att vara dyrare än äldre, ur konsumentsynpunkt likvärdiga lägenheter, inte varit avsedd utan har motarbetats med olika medel. Ett sådant medel utgöres av »avtrappningen» och den pågående avvecklingen av de generella räntesubventionerna. Det finns i denna framställning anledning att närmare studera hyressplittringens orsaker, framför allt därför att inflationen kan ha spelat en avsevärd roll för uppkomsten av det ojämnt fördelade efterfrågeöverskottet. Hyressplittringen har via inflationsfaktorn ett intimt samband med frågan om indexlån och dessa låns egenskaper för bostadsfinansiering och hyresbildning.

Inledningsvis granskas hur hyressättningen i princip sker i dagens marknad. Därefter diskuteras två huvudorsaker bakom hyressplittringen; en »inflationseffekt» och en »expansionseffekt». Hyressplittringens verkningar belyses, sedda ur såväl konsument- som producentsynpunkt. Avslutningsvis behandlas frågan om det är möjligt att »bygga bort bostadsbristen».

Hyressättning: principer

I tidigare avsnitt har beskrivits hur hyressättningen på bostadsmarknaden i hög grad sker via olika kontrollsystem baserade på en självkostnadsprincip. I det följande koncentreras framställningen till dessa delar av marknaden.

Hyran kan delas upp i en del, som skall täcka löpande driftkostnader och en andra del, som skall svara mot kapitalutgifterna och en tredje del som skall täcka underhåll och reparationer. Dessa senare avsättningar fonderas i allmänhet med hänsyn till att mer omfattande reparations- och underhållsarbeten ofta utföres med långa tidsavstånd. Driftkostnaderna är av mindre intresse i detta sammanhang då de i stort sett följer den allmänna prisutvecklingen. Däremot visar en granskning av kapitalkostnadsdelen att de bakomliggande kalkylerna i hög grad baseras på ett *nominalistiskt* betraktelsesätt. Detta gäller även reparations- och underhållskostnaderna.

För de statligt belånade privata husen tillämpas följande system av de statliga låneorganen. För varje hus fastställes ett belåningsvärde. Detta värde beror av bl. a. kostnadsnivån på byggnadsorten, utrustningsstandard och lägenhetsstorlek och blir bestämmande för omfattningen av den statliga belåningen. Efter avdrag för eventuella kommunala och statliga bidrag från den av lånemyndigheten godkända pro-

duktionskostnaden återstår ett avkastningsvärde, som ligger till grund för hyressättningen. Därvid beräknas en kapitalkostnad på 4,6 % av det kapital som utgöres av statliga lån eller omfattas av statlig garanti. Detta tal svarar mot en genomsnittlig kapitalutgift i räntor och amorteringar under de första tio åren. För byggherrens egen insats beräknas en kapitalutgift på 6,85 %.

Kommunala hyresnämnder och allmännyttiga bostadsföretag tillämpar i princip likartade kalkyler vid sina beräkningar av den hyresdel som skall svara mot fastighetens kapitalutgifter.

En självkostnadskalkyl kan sägas innebära att det totala värdet över tiden av en fastighets hyror (efter avdrag för löpande kostnader) skall svara mot produktionskostnaden när hänsyn tagits till avkastning på eget kapital och räntebetalningar.

Den kostnadsbaserade hyreskalkylen innebär att *likvärdiga* fastigheter uppförda samtidigt men med olika produktionskostnader också får olika hyror. Dessutom bidrar variationerna i den statliga subventioneringens och långivningens omfattning till hyressplittringen. Men ännu mer avgörande för bristen på hyresparitet är troligen den nominalistiska principen i hyreskalkylen (i kombination med inflationen) samt att hyresberäkningarna inte tar någon hänsyn till förändringar i bostadsvärde orsakade exempelvis av stadsområdenas expansion, nya trafikleder eller tekniska förbättringar i nyproduktionen.

Inflationseffekten

Den för hyressplittringen betydelsefulla »inflationseffekten» sammanhänger främst med att ett rent nominalistiskt betraktelsesätt tillämpats för fördelningen av en fastighets kapitalutgifter över åren. Den penning- eller nominalränta som ligger till grund för kalkylen kan tänkas uppdelad i en del, som svarar mot penningvärdets förändringar och vid en fortgående inflation är ett slags *real amortering* och en del (eventuellt negativ) som utgör *real avkastning*. Den nominalistiska hyreskalkylen innebär med detta betraktelsesätt att fastigheterna amorteras realt mycket kraftigt i början av sin livstid, som totalt sträcker sig över ett flertal decennier. Genom inflationen sjunker med tiden det reala värdet av nominalt fastlagda amorteringar, samtidigt som ett ständigt minskat realt värde återstår av fastighetens skulder.

Om kapitalkostnadsdelen i hyran beräknas som en nominal annuitet innebär detta att hyrorna på fastigheter byggda under olika år kommer att återspegla utvecklingen av byggnadskostnader och inte de olika fastigheternas bostadsvärde. Detta är vad som i hög grad inträffat på den svenska bostadsmarknaden. Självkostnadsprincipen i sig behöver inte leda till denna typ av hyressplittring men i kombination med en nominalistisk kalkyl, penninglån och inflation har hyressplittring inte kunnat förhindras. Endast för det mycket unika fall att fastigheternas värdeminskning precis skulle överensstämma med inflationstakten leder den nominalistiska kalkylen till hyresparitet. Men då inflationstakten i Sverige varit 3 à 4 % under de senaste decennierna och man normalt kan räkna med kanske 1 à 2 % årlig minskning av realvärdet för bostäder har de »reala överamorteringarna» blivit avsevärda.

Det bör understrykas att den ovan använda uppdelningen av en nominalränta på en del, som svarar mot en real amortering och en andra del som utgör den reala avkastningen, bygger på förutsättningen att låntagare och långivare har rättvisande inflationsförväntningar. Om prisutvecklingen varit en

Tabell 5:2. Konsumentpris- och byggnadskostnadsindex 1949—1962 (december).

Konsumentprisindex har 1949 som bas (= 100)
Byggnadskostnadsindex har 1/1 1950 som bas (= 100)

År	Konsumentprisindex	Byggnadskostnadsindex
1949	100,0	100,0
1950	103,3	108,2
1951	123,2	134,5
1952	128,2	136,2
1953	127,9	133,8
1954	129,4	134,8
1955	137,2	141,6
1956	142,1	147,5
1957	147,6	151,3
1958	152,3	150,5
1959	154,3	154,1
1960	160,2	164,1
1961	163,9	170,8
1962	172,2	178,1

annan än den normalt förväntade är det möjligt att tala om direkta inflationsförluster eller -vinster. Ett betydande godtycke gäller för alla kalkyler av det senare slaget: det är knappast möjligt att i efterhand avgöra vilka inflationsförväntningar som förelegat.

I ovanstående tabell visas hur byggnadskostnader och konsumentpriser utvecklats under perioden 1949—1962. Byggnadskostnader och konsumentpriser har i stort sett följts åt under denna period.

Inflationseffekten kan belysas med ett enkelt exempel. Antag att kapitalkostnadsdelen i hyran beräknas som 4,6 % av produktionskostnaden samt att denna kapitalkostnadsprocent gällt under en längre tid. Beroende på inflationstakten kan olika hyresstrukturer erhållas. Några sådana återges i tabell 5:3. Förutsättningen är därvid, att den senast byggda fastigheten kostat 100 000 kronor och att de tidigare byggda fastigheterna *realt* sett har kostat lika mycket. (Den nominala kostnaden har dock varit lägre om inflation inträffat.) Beräkningarna baseras på antagandet att nominalräntenivån är oberoende av inflationstakten samt att produktionskostnader och konsumtionspriser utvecklas helt parallellt.

En utebliven eller svag inflation skulle med dessa hyressättningsprinciper kunna leda till en typ av hyressplittring i vilken nya lägenheter är billigare än eller betingar samma hyra som äldre lägenheter (kolumn 1). Vid en fortgående inflation inträffar i stället en splittring som bättre överensstämmer med den idag observerade (kolumn 2 och 3). Visserligen har denna splittring delvis motverkats av den statliga subventioneringens utformning för hus med statliga lån byggda under 1940- och 1950-talen. Men avtrappningen av räntesubventionerna har inte lyckats återställa en struktur med hyresparitet. Det bör också observeras att avtrappningen har en i tiden begränsad effekt, då räntegarantin för äldre hus snart kommit ikapp marknadsräntan. Dessutom saknas möjligheter att med nuvarande bostadspolitiska medel komma åt den splittring, som föreligger i förhållande till äldre, helt privat finansierade fastigheter. Samma förhållande gäller naturligtvis splittringen *inom* detta senare bestånd.

Tabell 5:3. Hyror för fastigheter av olika ålder (avseende kapitalkostnadsdelen).

Fastighetens ålder	(1) Stabilt penningvärde	(2) Årlig tvåprocentig inflation	(3) Årlig treprocentig inflation
1	4 600	4 600	4 600
5	4 600	4 250	4 090
10	4 600	3 850	3 530
15	4 600	3 490	3 040
20	4 600	3 160	2 620
25	4 600	2 860	2 260
30	4 600	2 590	1 950

Tabell 5:4. Beräknade medelhyror (kr/m² exklusive bränsle) samt uppgifter om basräntor före och efter de år 1963 beslutade ändringarna.

»Västeråsort», subventionsgrupp 1 / ortsgrupp 6.

Hus färdigställda år	Kallhyra 1/1 1963 kr/m²	Basränta, % (den garanterade räntan)		Enligt 1963 beslutad avveckling (4,75 % marknadsränta)	
		1/1 1963	enligt beslut 1963	hyreshöjning kr/m²	kallhyra kr/m²
1942	30,38	4,5	—	0,51	30,89
1947	31,01	4,5	—	0,64	31,65
1949	33,10	4,5	—	0,69	33,79
1950	33,47	4,5	—	0,69	34,16
1952	39,13	4,0	4,5	1,50	40,63
1953	38,44	3,5	4,5	3,05	41,49
1954	36,78	3,5	4,5	3,20	39,98
1955	38,95	3,5	4,5	3,40	42,35
1956	38,51	3,5	4,5	3,65	42,16
1957	40,02	3,5	4,0	1,95	41,97
1958	40,59	3,5	4,0	2,00	42,59
1959	39,59	3,5	4,0	2,00	41,59
1959[1]	42,18	3,5	3,5	—	42,18
1960	44,01	3,5	3,5	—	44,01
1961	45,99	3,5	3,5	—	45,99
1962	47,65	3,5	3,5	—	47,65

[1] Enligt nya villkor för statliga lån, dvs. hus påbörjade efter 1/1 1958.

Hyressplittringen inom det statligt belånade beståndet belyses av tabell 5:4, som visar den 1/1 1963 utgående kallhyran och en hyra beräknad med hänsyn till den 1963 beslutade avvecklingen av vissa räntesubventioner och höjningen av garantigränserna.

Tabellen visar att några helt skilda hyresnivåer inte föreligger i detta bestånd.[1] Men den kostnads- och inflationsbetingade hyresstegring som föreligger kan knappast vara rationell ur konsumenternas synpunkt. Lägenheter byggda under 1952—53, år med en kraftig byggnadskostnadsstegring, betingar en väsentligt högre hyra än lägenheter byggda under närmast föregående år, men i det närmaste samma hyra som senare byggda lägenheter. Dessutom innebär den här beskrivna strukturen, att hyrorna i de äldre fastigheterna inte längre kan höjas genom en fortsatt avveckling av räntegarantin medan en avveckling för de senast byggda husen leder till hyreshöjningar på upp till 20 %.

Sammanfattningsvis kan sägas att väsentliga delar av den beskrivna hyressplittringen uppkommit som en följd av inflation i kombination med en nominalistisk självkostnadskalkyl baserad på penninglån. Det föreligger också begränsade möjligheter att komma till rätta med denna hyressplittring inom

[1] Det bör observeras att de här påvisade hyresrelationerna ej tar hänsyn till de väsentliga standardförbättringar som inträffat. Dessutom kan hävdas att det äldre beståndet kan bli föremål för hyreshöjningar i samband med mer omfattande reparationer och underhåll genom att de fonderade avsättningarna inte är tillräckliga. Detta förhållande kan förklaras dels med att den fortgående inflationen minskat det reala värdet av reparations- och underhållsfonder (dvs. man har räknat med en högre real avkastning än den inträffade) dels med att reparationskostnaderna stigit snabbare än nyproduktionskostnaderna till följd av en långsammare produktivitetsökning för reparationer och underhåll. Den »verkliga» hyressplittringen skulle således vara mindre än den som tabellen antyder.

ramen för den nuvarande bostadspolitiken.

Expansionseffekten

Inflation och nominalistisk kalkyl är icke ensamma avgörande för uppkomsten av hyressplittring. Det är troligt att väsentliga delar av hyressplittringen härrör från orsaker, som har ett mera direkt samband med att hyrorna sättes från kostnadssidan. Vissa, kanske betydande, hyresskillnader mellan likvärdiga lägenheter skulle kvarstå även om hyreskalkylerna utformades realt. Självkostnadskalkylerna medger inte uppkomsten av kapitalvinster. Kapitalförluster behöver ej heller inträffa så länge en tillräcklig överskottsefterfrågan består. Däremot skulle såväl vinster som förluster vara normalt förekommande i en marknad med friare hyresbildning.

Städernas allmänna expansion ger normalt upphov till ett slags jord- eller tomträntа. En sådan uppkommer oftast för de centrala delarna av en stad eller ett tätortsområde även om de centralt belägna fastigheterna inte undergår några tekniska förbättringar. Orsaken är främst att nyexploaterade, mindre centralt belägna områden, bl. a. ur avståndssynpunkt är mindre gynnsamma än tidigare bebyggda områden. Normalt leder en expansion till ständiga hyreshöjningar i städernas centrala delar. Genom de olika formerna för hyreskontroll har en sådan hyreshöjning i stort sett förhindrats. För affärslokaler har dock denna effekt delvis kommit till uttryck i stegrade överlåtelsepriser på hyresrätter. Dessutom framkommer värdestegringen vid försäljning av tomter.

Det är också troligt att delar av tätorterna, främst de större städernas cityområden, till följd av utbyggnad av trafik- och serviceorgan har undergått sådana förbättringar, att man även kan tala om en ökning av fastigheternas produktivitet. Kommunala investeringar, men även privata investeringar i butiker m. m., skulle således i en friare marknad bidra till en hyreshöjning i vissa fastigheter och därmed också till motsvarande ökningar i fastighets- och tomtvärdena. Men detta slags hyreshöjning har förhindrats genom de hyrespolitiska åtgärderna.[1]

Den hyressplittring som föreligger kan i huvudsak uppdelas på de här berörda komponenterna: en »inflationseffekt» och en »expansionseffekt». För ett stort antal fastigheter i städernas inneområden är dessa två komponenter *positivt korrelerade*. Äldre fastigheter med gynnsamt läge skulle i en friare marknad betinga högre hyror till följd av bägge effekterna. Men det torde vara svårt att bedöma hur stor del som kan tillföras resp. komponent. I städernas ytterområden kan inflationseffekten vara obetydlig. Det är möjligt att det i en friare marknadssituation skulle vara svårt att ta ut hela den nuvarande hyran i avlägset belägna förorter eller i bostäder av låg kvalitet.

Även om det i allmänhet skulle finnas ett samband mellan husets ålder och hyressplittringens storlek, dvs. efterfrågeöverskottet är störst för de äldre husen och avtar för de yngre, gäller detta samband antagligen inte för de äldsta och minst moderna delarna av beståndet. Hyrorna i dessa återspeglar fortfarande förkrigstidens hyresstruktur, baserad på väsentligt lägre inkomstnivå, ojämnare inkomstfördelning och litet utbud av moderna, rymliga bostäder. I en marknadsprisbildningsprocess skulle troligtvis delar av detta bestånd betinga lägre hyror än idag, men det

[1] Åtgärder av det här beskrivna slaget kan naturligtvis även leda till kapitalförluster. Det kan dock göras troligt att kapitalvinsterna överväger.

ojämnt fördelade efterfrågeöverskottet bidrar i detta fall att hålla uppe en relativt hög hyresnivå.

Den hyressplittring som föreligger i dagens bostadsmarknad är således betingad av ett antal olika faktorer. Detta förhållande medför att det inte finns några enkla och generella tumregler för att bestämma hyreshöjningar (eller eventuella sänkningar) som för varje fastighet skulle föra hyrorna närmare en marknadsmässig struktur.

Hyressplittringens verkningar

Det finns i denna framställning inte anledning att närmare gå in på funktionssättet i en marknad med hyressplittring och ett ojämnt fördelat efterfrågeöverskott. Ett par punkter som är av betydelse för den följande behandlingen av indexlånens roll skall dock nämnas.

Hyressplittringens omedelbara effekt är att konsumenternas valfrihet på bostadsmarknaden inte bara blir beroende av hyresbetalningsförmågan utan också av en lång rad andra faktorer. Dessa är bl. a. innehav av tidigare bostad, likviditet, mantalsskrivningsort, tid i bostadskö, relationer till släktingar och fastighetsägare.

Marknaden karaktäriseras av att valmöjligheterna är olika för personer med samma ekonomiska utgångsläge och samma konsumtionsvärderingar. De största möjligheterna för gynnsamma val har hushåll som innehar eller hyr lägenheter för vilka överskottsefterfrågan är störst dvs. hyressplittringen ger de relativt lägsta hyrorna. Dessa hushåll har möjlighet att genom byte välja inom en stor del av marknaden. De starkast begränsade valmöjligheterna har å andra sidan nytillkommande hushåll som i allmänhet tilldelas de senast byggda och dyraste lägenheterna eller mindre moderna lägenheter i beståndets äldre delar med karaktären av genomgångslägenheter. Före tilldelningen av lägenhet har dessa hushåll ofta kortare eller längre tid saknat egen lägenhet.

Hyressplittringen kan bidra till en icke önskad fördelning av bostadsbeståndet. Äldre hushåll »sitter kvar» i större lägenheter som ur hyressynpunkt ofta är gynnsammare än de mindre lägenheter främst i nyproduktionen som kan erbjudas. De yngre hushållen, som tilldelas de dyrare lägenheterna, saknar ofta de ekonomiska möjligheterna att vid den högre hyresnivån som gäller för nyproduktionen uppnå en ur social synpunkt tillräcklig bostadsstandard; ett förhållande som dock delvis kan kompenseras genom subventionering. En hyresstruktur, som mer ansluter sig till marknadens värderingar av olika lägenheter, kan bidra till en i viss mening effektivare fördelning av det existerande bostadsbeståndet mellan olika hushållskategorier.

Bostadsmarknaden karaktäriseras också av en regional trögrörlighet. En anställd, som bebor en äldre lägenhet, måste i allmänhet vid en regional förflyttning räkna med att på den nya orten erhålla en helt nybyggd lägenhet. Utan att ge någon standardförbättring kan denna nya lägenhet betinga en avsevärt högre hyra än den lägenhet som lämnas. För att en flyttning i så fall skall komma till stånd måste en inkomstökning i samband med flyttningen kompensera såväl den ökade hyran som andra olägenheter och utgifter förenade med en flyttning. Hyressplittringen motverkar på detta sätt en rörlig arbetsmarknadspolitik och en aktiv lokaliseringspolitik.

Den inflationsbetingade hyressplittringen är i huvudsak orsakad av att fördelningen av fastighetens kapitalkostnader över tiden sker i form av nomi-

nala annuiteter. Denna del av hyressplittringen behöver således inte innebära någon orättvisa för ett hushåll som ej flyttar. Visserligen betalar hushållet i början en »för hög» hyra, men denna kompenseras senare av en »för låg» hyra.[1] Självkostnadsprincipen är ju en garanti för att nuvärdet av de framtida hyresbetalningarna är konstant och oberoende av hyrans fördelning över tiden. Däremot är den inflationsbestämda fördelningen över tiden av hyreskostnaderna föga rationell även för ett hushåll som ej flyttar. De flesta hushåll har en stigande realinkomst, vilket i detta fall innebär en mindre lämplig fördelning av boendekostnaderna. Hyressplittringen försvårar också en anpassning i hushållets bostadsefterfrågan till de förskjutningar i familjestruktur och -storlek som normalt inträffar.

Hyressplittring och allmän överskottsefterfrågan får också verkningar på nyproduktionen. Risker kan således föreligga för att nyproduktionen inriktas efter icke representativa konsumentgruppers efterfrågestruktur, exempelvis sådan denna registreras hos bostadsförmedlingarna. Byggnadsproduktionens motståndskraft mot olika slag av kostnadsökningar blir också nedsatt då ökade kostnader relativt lätt kan övervältras i högre hyror. Detta förhållande kan å andra sidan kompenseras av den kostnadskontroll som är förenad med den statliga långivningen. Den mindre lämpliga fördelningen av hyreskostnaderna över tiden utgör emellertid ett incitament för byggherrarna att bygga förhållandevis små lägenheter som med säkerhet kan hyras ut till de relativt höga hyror som karaktäriserar nyproduktionen.

Sammanfattningsvis kan således sägas att hyressplittring och efterfrågeöverskott på bostadsmarknaden har snedvridande effekter på fördelningen av de tillgängliga resurserna. Dessa effekter måste vid en given uppsättning av bostadspolitiska medel vägas mot de fördelar som kan föreligga ur förmögenhets- och inkomstfördelningssynpunkt.[2]

Nuvarande avveckling av hyreskontrollerande åtgärder

Som tidigare påpekats har hyresregleringen avvecklats på ett flertal mindre orter och planer föreligger för en vidare regional avveckling, främst i mindre tätorter. Gemensamt för dessa orter är dock att beståndet av hyresreglerade flerfamiljshus är begränsat. För lägenheter i moderna flerfamiljshus i dessa orter bibehålles den hyreskontroll som utövas av de statliga långivande organen, samtidigt som man kan räkna med att väsentliga delar av det nyare beståndet producerats av allmännyttiga företag. Enligt planerna skall avvecklingen ske allteftersom bostadsbristen byggts bort på de aktuella orterna och hyreskontrollen kan avvecklas utan att några väsentliga hyreshöjningar inträffar.

Endast för det fall ingen väsentlig hyressplittring föreligger kan man räkna med att en avveckling av hyresregleringen kan ske utan hyreshöjningar. Detta kan främst inträffa i stagnerande orter eller i orter där det äldre, hyresreglerade beståndet är kvalitetsmässigt dåligt. En annan möjlighet är att hyresregleringens regionala avveckling ac-

[1] Som tidigare påpekats gäller detta under förutsättning av en »rättvis» realavkastning i det förflutna.

[2] Som visas i avsnitt 3 finns det — vid en alternativ uppsättning av bostadspolitiska medel — inget konstitutivt samband mellan en omfattande hyressplittring och ett bibehållande av nuvarande inkomst- och förmögenhetsfördelning. Den nuvarande fördelningen kan således — om den är ett politiskt mål — mycket väl bibehållas samtidigt som överskottsefterfrågan och hyressplittring elimineras.

cepteras så länge den på orten *genomsnittliga* hyresnivån ej märkbart påverkas vid en avveckling, främst beroende på den obetydliga andel av beståndet som äldre privata, icke statligt belånade flerfamiljshus utgör.

Så länge en bestående hyressplittring och ett efterfrågeöverskott på nästan samtliga reglerade delmarknader föreligger kan en total marknadsjämvikt endast uppnås genom en anpassning av samtliga lägenhetskategoriers hyror, vilket torde innebära en höjning från hyresnivån. Ett återställande av balans med oförändrad genomsnittlig hyresnivå kan endast uppnås om ett efterfrågeunderskott, dvs. motsatsen till bostadsbrist, på vissa delmarknader kan kompensera det efterfrågeöverskott som föreligger på andra delmarknader. En sådan situation är dock inte eftersträvad. Det finns därför anledning att närmare undersöka hur en bättre anpassning till en marknadsstruktur, eventuellt inom hyreskontrollens ram, kan ske. Den följande analysen avser bl. a. att visa att indexlån och reala kalkyler kan spela en väsentlig roll för denna anpassning.

2. *Två bostadsmarknadsmodeller*

I detta avsnitt studeras indexlåns egenskaper i två olika typer av bostadsmarknad. Som visats i föregående avsnitt är det troligt att den svenska bostadsmarknaden för överskådlig tid kommer att uppvisa en blandning av två olika pris- och hyressättningssystem. Den omfattning, som respektive system erhåller, blir beroende av politiska beslut och det finns därvid ett stort antal möjliga kombinationer. Det är knappast möjligt att diskutera indexlåns egenskaper i varje tänkbar kombination av de två marknadstyperna. I stället har valts att renodla egenskaperna dels i ett system med genomgående *marknadsprisbildning*, dels i ett annat system med *hyressättning baserad på självkostnader*.

2.1 Indexlån i en bostadsmarknad med jämviktsprisbildning

För att beskriva en bostadsmarknad med »fri» eller »marknadsmässig» hyressättning väljes i det följande en idealiserad *modell* i form av en marknad med jämviktsprisbildning. Motiven för detta val är främst att en sådan idealiserad marknad kan beskrivas i förhållandevis enkla ekonomiska termer. Även om en perfekt marknad med jämviktsprisbildning inte är möjlig att uppnå vid en fri hyressättning har »modellen» väsentliga drag som är gemensamma för varje marknad med fri prise- eller hyresbildning. De avvikelser, betingade av en rad institutionella förhållanden, som kan föreligga mellan en jämviktsmarknad och en »fri» marknad behandlas endast i den utsträckning avvikelserna är relevanta för en studie av indexlånens egenskaper.[1]

Marknadens egenskaper

En grundläggande förutsättning för existensen av en marknad med jämviktsprisbildning är att det finns en uppsättning med hyror, som är så beskaffad att efterfrågan och utbud balanserar varandra inte endast för bo-

[1] Denna modell är naturligtvis föga realistisk för en beskrivning av dagens svenska bostadsmarknad med dess dominerande inslag av hyresreglering och företag med självkostnadshyror. Även i en marknad utan hyresreglering är modellen mindre användbar för att analysera *hela* bostadsmarknaden, på grund av det starka inslaget av allmännyttiga företag. Däremot kan modellen användas för att studera den del av marknaden som är »fri», dvs. i första hand vissa typer av egna hem men också i varierande utsträckning privata hyreslägenheter och bostadsrättsföreningar.

stadsmarknaden som helhet utan även för alla dess delmarknader. Utbudet utgöres därvid av hela det existerande beståndet och efterfrågan av samtliga hushålls (eller potentiella hushålls) önskemål, med hänsyn bl. a. till den begränsning som hushållens inkomster utgör. Den hyresstruktur som ger fullständig marknadsjämvikt skall i fortsättningen kallas *jämviktsstrukturen.*

En jämviktsstruktur ger definitionsmässigt hyresparitet, dvs. ett tillstånd i vilket från den typiska konsumentens synpunkt likvärdiga bostäder betingar samma hyra. Ett sådant statiskt jämviktsläge är naturligtvis omöjligt att uppnå på bostadsmarknaden med tanke på den tidsutdräkt som flyttningar innebär, hyreskontraktens långa avtalsperioder och de ständiga förändringar som äger rum av hushållens sammansättning, värderingar och inkomster. Men det hypotetiska statiska jämviktsläget kan ändå spela en väsentlig roll för den fortsatta analysen. Det är nämligen av intresse att studera hur förändringar i hushållens efterfrågan och förskjutningar i bostadsproducenternas utbud av nya bostäder påverkar de i marknaden existerande hyrorna. Om hyrorna därvid rör sig i riktning mot ett nytt jämviktsläge, är det möjligt att tala om en marknad med *jämviktsprisbildning.* Men innan det nya jämviktsläget har uppnåtts har marknadsjämvikten i allmänhet ånyo störts och hyrorna går i riktning emot ytterligare ett nytt jämviktsläge.

En sådan jämviktshyresbildning föreligger i en fri marknad utan monopolinslag under förutsättning av att fastighetsägare och byggherrar strävar efter maximal avkastning. Nyproduktionens storlek bestämmes då av de förväntade hyresintäkterna, de aktuella produktionskostnaderna samt byggherrens avkastningskrav och riskvärdering. Vid en samtidig jämvikt på bostads- och byggnadsmarknad skall bostadsutbudet bli precis så stort att nuvärdet av de förväntade hyrorna svarar mot produktions- och driftkostnader och dessutom ger en rimlig avkastning på fastighetsägarens eget kapital. Med den långa varaktighet som karaktäriserar bostäder är naturligtvis byggherrens bedömning av den framtida hyres- och kostnadsnivån och hans riskvärdering av stor betydelse.

Fastighetsägaren kan i en marknad av detta slag göra kapitalvinster eller kapitalförluster beroende på jämviktshyrornas utveckling. En minskad efterfrågan eller ett ökat utbud till följd av icke förväntade förändringar i konsumenternas preferenser eller produktiviteten i nyproduktionen av en bostadstyp kan leda till allvarliga kapitalförluster. Vid förändringar i motsatt riktning uppkommer kapitalvinster. Fastighetsägarens risksituation skall bli föremål för en mer ingående behandling i de följande avsnitten. Det bör också framhållas att räntekostnaderna i en marknad med jämviktshyresbildning inte är direkt hyresbestämmande utan verkar indirekt via nyproduktionens räntabilitet och omfattning. Via avkastningsutsikterna påverkar räntan nyproduktionens storlek. Därmed förändras det totala utbudet av bostäder vilket i sin tur påverkar hyresnivån på längre sikt. Det är rimligt att anta att räntehöjningar leder till en minskad nyproduktion. Som en följd av det minskade utbudet kan en räntehöjning leda till en höjd hyresnivå.

En bostadsmarknad, på vilken jämviktsstrukturen uppnåtts, ger definitionsmässigt varje konsument den bostad som önskas, naturligtvis med hänsyn till vederbörandes ekonomiska situation. Jämviktsstrukturen återspeglar därigenom konsumenternas värdering

av såväl olika bostäder som bostäder i förhållande till andra konsumtionsvaror. Marknaden blir konsumentstyrd i den meningen att förändringar i konsumenternas värderingar kan påverka byggnadsverksamhetens inriktning och omfattning. Genom att bygga ur konsumentsynpunkt begärliga bostäder är det möjligt för byggherrarna att öka avkastningen på det egna kapitalet.

Att en bostadsmarknad har »fri» prisbildning behöver inte betyda att den är fri från offentlig politik. Samhället kan styra fördelningen av bostäder mellan olika konsumentkategorier eller påverka utbudet och därigenom priset på vissa bostadstyper. Genom subventioner i form av hyresrabatter till särskilda konsumentgrupper kan dessas bostadsefterfrågan ökas. Men bostadssubventioner verkar genom sin efterfrågestimulerande effekt hyreshöjande och kan behöva kompletteras med kompenserande åtgärder.

Det är i en marknad med jämviktsprisbildning också möjligt att genom räntesubventioner eller gynnsam skattemässig behandling stimulera produktionen av vissa bostadskategorier. Marknadens hyresstruktur blir naturligtvis en annan än om inga statliga åtgärder vidtagits. Risker föreligger dock alltid för att subventioner åtminstone på kort sikt ej tillfaller hyresgästerna utan i stället fastighetsägarna om inte utbudet är tillräckligt elastiskt.

Fastighetsägarens risksituation

Fastigheter och byggnader har en lång livslängd i förhållande till många andra investeringar. Detta förhållande innebär att fastighetsägarens riskbedömning och förväntningar om den framtida hyresströmmen är av stor betydelse. En marknad med jämviktsprisbildning ger en större osäkerhet än en marknad med efterfrågeöverskott, åtminstone om detta väntas bestå över en lång tid.[1]

I en jämviktsmarknad tillhör kapitalvinster och kapitalförluster det normala. Visserligen talar bl. a. den i föregående avsnitt behandlade expansionseffekten för att kapitalvinsterna kommer att överväga, men man kan inte bortse från kapitalförluster som åstadkommes genom befolkningsomflyttning, utbud av nya, billigare och tekniskt bättre bostäder eller felaktiga bedömningar av den framtida bostadsefterfrågans inriktning på olika hustyper (t. ex. avvägningen mellan höghus och småhus).

Fastighetsägarens risksituation kan formuleras med utgångspunkt från variationerna i avkastning på det egna kapitalet. Högre hyresintäkter än förväntat, stigande fastighetsvärden samt lägre än förväntade drift- och kapitalkostnader ger en hög avkastning på det egna kapitalet. Lägre hyresintäkter än förväntat, sjunkande fastighetsvärden samt högre kostnader än förväntat ger å andra sidan en låg eller t. o. m. negativ avkastning. Det senare fallet innebär att hela eller delar av det egna kapitalet förbrukas.

Den ekonomiska planeringssituationen kan beskrivas på följande sätt. Fastighetsägaren tänkes göra en kalkyl över förväntade hyresintäkter och kostnader för olika handlingsalternativ, exempelvis beträffande fastighetsbelåningen, utförandet av alternativa förbättringsarbeten eller inköp eller försäljning av en fastighet. Men det är därvid inte tillräckligt att betrakta det förväntade, det mest troliga eller i liknande termer mätta resultatet. Hänsyn måste också

[1] Däremot kan naturligtvis en reglerad marknad med hyressplittring och ojämnt fördelad överskottsefterfrågan, men med en pågående avveckling av kontrollen, ge en mycket stor osäkerhet om de framtida intäktsströmmarna.

tas till de avvikelser från det förväntade (eller mest troliga) som kan inträffa. Frågan om vad som händer med avkastningen på det egna kapitalet om avvikelserna från det normalt förväntade inträffar måste ställas.

Det är på denna punkt fastighetsägarens riskvärdering kommer in. Det är rimligt att anta att fastighetsägaren i likhet med flertalet företagare, konsumenter och kreditinstitut har en icke symmetrisk värdering av avvikelser från det förväntade resultatet. En lägre avkastning än förväntat värderas negativt, starkare negativt ju större avvikelsen är. En högre avkastning än förväntat värderas inte lika starkt positivt och det är troligt att ökningen i värde av sådana positiva avvikelser avtar när vinstens storlek ytterligare ökas.

Skälen för denna icke symmetriska bedömning av riskerna är främst att kraftiga negativa avvikelser från det normala kan leda till starkt nedsatt återbetalningsförmåga och till en förbrukning av det egna kapitalet. Konsekvenserna av detta kan bli särskilt allvarliga om det egna kapitalet är litet eller belåningsmöjligheterna begränsade.

Det ligger således i fastighetsägarens intresse att i valet mellan två handlingsalternativ, som ger *samma* förväntade *avkastning*, välja det alternativ som ger den *minsta variationen* eller osäkerheten i avkastningens storlek. Visserligen elimineras eller minskas därvid möjligheterna till större vinster än normalt, men samtidigt minskas också troligheten av mindre vinster eller förluster, vilkas konsekvenser kan värderas starkt negativt.

En analys i risk- och osäkerhetstermer av fastighetsägarens situation nödvändiggöres ytterligare av att för flertalet fastigheter är det egna kapitalet ringa i förhållande till det upplånade. Måttliga kostnadsstegringar eller intäktsminskningar ger en mycket kraftig nedgång i avkastningen på det egna kapitalet. På samma sätt leder begränsade intäktsökningar till stora relativa kapitalvinster.[1]

Institutionella förutsättningar för analysens uppläggning

Intresset koncentreras i det följande till fastighetsägarens val mellan penninglån och indexlån för finansieringen. Valet tänkes stå mellan s. k. obegränsade indexlån (dvs. lån utan restriktioner med avseende på indexklausulens omfattning) och penninglån. Indexlånen antas löpa med en räntesats understigande penninglånens med en differens som bestäms av kreditmarknadens penningvärdeförväntningar och riskvärdering.

Beträffande amorteringsvillkoren antas följande. För penninglån är villkoren i stort sett oförändrade jämfört med dagens situation. Indexlånens amorteringsvillkor antas anpassade till den för fastigheten normala värdeminskningen. Dessutom förutsättes säkerhetsfrågan ha lösts så att indexreglerade inteckningar är möjliga. Den rättsliga bakgrunden för denna förutsättning behandlas i nästa kapitel.

Om framtida penningvärde med säkerhet kan förutsägas föreligger inga väsentliga skillnader mellan penninglåns och indexlåns egenskaper. Räntesatsen på ett penninglån svarar i jämvikt mot räntesatsen plus indextillägget på indexlånet. De väsentliga skillnaderna föreligger när den framtida prisnivån inte med säkerhet kan förutsägas. Uppmärksamheten riktas i det följande mot sådana situationer.

[1] Om en fastighet är belånad upp till 90 % av sitt värde leder exempelvis en femprocentig (permanent och icke-förväntad) hyresstegring till en femtioprocentig ökning av det egna kapitalet.

De följande partierna behandlar två möjliga samband mellan den reala hyresnivåns och prisnivåns utveckling. Först studeras det fall då den framtida reala hyresnivån med stor säkerhet kan förutsägas. Den reala hyresnivån antas vara oberoende av penningvärdets utveckling. Denna förutsättning gäller även i det andra fallet som innebär att en viss osäkerhet råder beträffande den framtida reala hyresnivån. Uppdelningen är analystekniskt motiverad, och den följande framställningen visar att indexlåns egenskaper ur risksynpunkt väsentligt skiljer sig åt i de bägge fallen.

Säkerhet beträffande den reala hyresnivån

Detta första fall avser inte att vara en korrekt beskrivning av en ofta inträffande planeringssituation, utan avsikten är endast att belysa indexlåns resp. penninglåns egenskaper under vissa ideala betingelser. Förutsättningen att fastighetsägaren kan göra en säker och entydig prognos på fastighetens reala hyresutveckling behöver naturligtvis inte innebära att de reala hyresintäkterna är oförändrade över tiden eller att de helt följer en genomsnittlig hyresutveckling. Fastighetsägaren kan mycket väl göra en säker prognos på att den studerade fastighetens hyror kommer att öka eller sjunka i förhållande till en allmän hyresnivå. Likaså kan säkerhet tänkas råda beträffande fastighetens värdeminskningstakt som kan vara större eller mindre än normal. I prognosen kan också ingå en förutsägelse om en höjning eller sänkning av den genomsnittliga hyresnivån.

Om en säker förutsägelse kan göras beträffande den framtida *reala* hyresnivån och giltigheten av denna prognos är oberoende av inflationsutvecklingen innebär detta att den *nominala* hyresnivån helt följer prisnivåutvecklingen. En tioprocentig prisstegring följes således av en tioprocentig hyreshöjning, räknat från den hyra som skulle utgått vid fullständig prisstabilitet.

Visserligen är det möjligt att fastighetens hyresintäkter stiger mer eller mindre än den allmänna prisnivån under en period, men orsaken till dessa avvikelser är inte den inflationistiska utvecklingen utan sådana förskjutningar i efterfrågan som sammanhänger med fastighetens förslitning, förändringar i konsumentsmak eller regional befolkningsutveckling. Även vid en fullständig prisstabilitet skulle således hyran ha förändrats. Om fastighetens reala hyresutveckling avviker från den normala får detta kompenseras av justeringar av amorterings- och lånevillkoren.

De icke kontrollerbara faktorer som är avgörande för fastighetsägaren i valet mellan penninglån och indexlån är således fastighetens reala hyresutveckling samt prisnivåns utveckling. För prisnivåutvecklingen kan de olika möjligheterna reduceras till tre principiellt skilda utfall: större prisnivåökning än förväntad, förväntad prisnivåförändring och lägre prisnivåökning än förväntad.

För en fastighetsägare som har finansierat fastigheten med indexlån blir de reala kapitalutgifterna (ränta samt amorteringar) oberoende av inflationen. De reala hyresintäkterna är definitionsmässigt i detta fall också oberoende av inflationen. Den reala vinsten eller den reala avkastningen på det egna kapitalet blir således oberoende av om prisförändringarna blir större eller mindre än de förväntade. Man kan också uttrycka förhållandet i *nominala* termer. Hyresintäkter och kapitalutgifter (mätta i kronor) följs parallellt vid penningvärdeförändringar. I nedanstående tabell redovisas utfallet av den reala

Tabell 5:5. Real avkastning på eget kapital vid indexlånefinansiering.

		Real hyresnivå Säker
Prisnivåförändring	Större än förväntad	Förväntad avkastning
	Förväntad	Förväntad avkastning
	Mindre än förväntad	Förväntad avkastning

avkastningen på det egna kapitalet vid de tre studerade möjligheterna för prisnivåns förändringar. Under förutsättning av att finansiering skett med indexlån blir fastighetens reala avkastning oberoende av prisnivåförändringarna.

För en fastighet finansierad med penninglån är kapitalutgifterna nominalt konstanta och oberoende av inflationsgraden. Om fastighetsägaren i sina kalkyler utgått från en viss penningvärdeförsämring och denna inte inträffar, reduceras avkastningen på det egna kapitalet (återbetalningsförmågan reduceras). Om inflationen blir större än förväntat ökar hyresintäkterna nominalt medan kapitalutgifterna är konstanta. I reala termer leder alltså en mindre inflation än förväntat till ökade reala kapitalutgifter medan en större inflation än förväntat leder till minskade reala kapitalutgifter. De olika möjligheterna återges schematiskt i nedanstående tabell.

Penninglån kommer med det betraktelsesätt som tidigare refererades att framstå som *mer riskfyllda än indexlån.*

Men fastighetsägarens val mellan penninglån och indexlån är också beroende av inflationsförväntningarnas storlek. Understiger inflationsförväntningarna räntedifferensen mellan penninglån och indexlån talar såväl den lägre

Tabell 5:6. Real avkastning på eget kapital vid penninglånefinansiering.

		Real hyresnivå Säker
Prisnivåförändring	Större än förväntad	Större än förväntad avkastning
	Förväntad	Förväntad avkastning
	Mindre än förväntad	Mindre än förväntad avkastning

reala kostnaden som den minskade osäkerheten för en total finansiering med indexlån. Även om den förväntade kapitalkostnaden är densamma för de två lånetyperna är indexlån gynnsammare genom det mindre risktagandet. Endast om prisändringsförväntningarna överstiger räntedifferensen med en marginal, som är tillräcklig för att kompensera penninglånefinansieringens större osäkerhet, kan fastighetsägaren tänkas vara villig att finansiera delvis eller helt med penninglån.

Ett särskilt problem är utformningen av amorteringsvillkoren för de båda lånetyperna. Som en huvudprincip bör gälla att den reala amorteringen av bostadslånen följer fastighetens realvärdeutveckling. Om amorteringen av lånen går för snabbt i förhållande till fastighetsvärdets utveckling, dvs. »överamorteringar» äger rum, kan fastighetsägaren ställas inför likviditetssvårigheter. En alltför långsam amortering är däremot inte önskvärd ur långivarnas synpunkt då detta innebär att lånens relativa läge inom fastigheten förskjutes ogynnsamt.

Allmänt kan sägas att det bör vara lättare att åstadkomma rationella amorteringsplaner för indexlån än för penninglån. Utgångspunkten är att fastighetsägaren har vissa förväntningar om

den framtida reala hyresströmmen. Om dessa förväntningar är *säkra*, är det för ett indexlån alltid möjligt att utforma en amorteringsplan så beskaffad att det kvarstående skuldbeloppet vid varje tidpunkt svarar mot fastighetens realvärde. En förutsättning är att indextilläggen kapitaliseras och amorteringar beräknas på hela det återstående indexreglerade skuldbeloppet.

För ett penninglån är det svårare att på förhand bestämma en amorteringsplan som uppfyller kravet att värdet av amorteringarna skall följa värdeminskningen. Är inflationstakten hög, minskar penninglånens reala värde snabbt. Detta innebär att även om lånet överhuvudtaget ej amorteras men penningvärdeförsämringen är snabbare än fastighetens reala värdeminskning uppstår ett ökande ägarhypotek. Detta medför att fastighetsägaren utsättes för ständiga likviditetspåfrestningar. Visserligen kan teoretiskt en justering ske genom att delar av de nominala räntebetalningarna årligen kapitaliseras, men samma säkerhet som vid indexlånefinansiering uppnås ej.

Det bör emellertid framhållas, att en amorteringsplan för *indexlån* som förutsätter en *årlig betalning av upplupna indextillägg* är särskilt ogynnsam. Detta innebär att inflationens storlek och ej den reala värdeutvecklingen får bestämma amorteringstakten. Fastighetsägaren kan därvid ställas inför mycket kraftiga likviditetspåfrestningar.

Den relativt snabba amortering, som normalt äger rum vid penninglånefinansiering, kan visserligen bedömas positivt för fastigheter vilkas reala värde minskar förhållandevis snabbt eller för vilka riskerna för kapitalförluster är stora. Men det måste påpekas att det för dessa fastigheter alltid är möjligt att åstadkomma en mer rationell amorteringsplan med indexlån, om amorteringstider och lånevillkor anpassas till fastighetens speciella villkor. Att upprätta en amorteringsplan för indexlån innebär samma problem som att upprätta en amorteringsplan för penninglån om penningvärdet med säkerhet kunde förutsägas bli stabilt (eller om inflationstakten med fullständig visshet kan förutsägas).

Osäkerhet beträffande den reala hyresnivån

Hittills har förutsatts att fastighetsägaren med säkerhet kan göra en förutsägelse om den framtida reala strömmen av hyresintäkter. Denna förutsättning överges i det följande. Fastighetsägaren tänkes fortfarande göra en kalkyl över den förväntade hyresströmmen, men räknar också med att hyresintäkterna kan avvika såväl positivt som negativt från de förväntade eller mest troliga.

En positiv avvikelse inträffar om efterfrågan på fastighetens lägenheter ökar, antingen som en följd av en allmän, icke förväntad, förskjutning av konsumtionen i riktning mot ökad bostadskonsumtion eller också som en följd av regionalt eller typmässigt begränsade förskjutningar av bostadsefterfrågan. En icke förväntad sänkt produktivitet i byggnadsproduktionen i förhållande till utvecklingen inom andra sektorer kan också ha en realt hyreshöjande effekt. Om förtecknet byts på de ovan beskrivna händelserna kan den reala hyresströmmen sänkas under den förväntade. Det finns således en lång rad faktorer, inte minst sammanhängande med den regionalt begränsade efterfrågans utveckling, som påverkar och ger en viss osäkerhet kring den förväntade reala intäktsströmmen. Det måste också understrykas att de faktorer som diskuterats ovan i allmänhet är *oberoende* av allmänna förskjutningar av prisnivån.

Tabell 5:7. Real avkastning på eget kapital vid indexlånefinansiering.

		Real hyresström		
		Större än förväntad	Förväntad	Mindre än förväntad
Prisnivåförändring	Större än förväntad	Större än förväntad avkastning	Förväntad avkastning	Mindre än förväntad avkastning
	Förväntad	Större än förväntad avkastning	Förväntad avkastning	Mindre än förväntad avkastning
	Mindre än förväntad	Större än förväntad avkastning	Förväntad avkastning	Mindre än förväntad avkastning

Den reala hyresströmmen kan utvecklas på tre olika sätt: större än förväntad, ungefär förväntad och mindre än förväntad. Totalt, när hänsyn tas till de möjliga utfallen av penningvärdeförändringarna, erhålles nio olika kombinationer.[1] Dessa redovisas i *tabell 5:7* (och 5:8).

Det är av intresse att närmare undersöka konsekvenserna beroende på om fastighetsägaren använt indexlån eller penninglån för finansieringen. Om finansieringen helt skett med *indexlån* blir naturligtvis avkastningen den förväntade om den reala hyresströmmen ej avviker från vad som förväntats. Är den reala hyresströmmen större än förväntad kommer för samtliga fall beträffande penningvärdets förändringar också den reala avkastningen att vara större än förväntad. Är däremot den reala hyresströmmen mindre än förväntad sänks den reala avkastningen. (Se tabell 5:7.)

Indexlånen ger således inget tillskott till den totala osäkerheten utöver vad som förorsakas av osäkerheten kring den reala hyresströmmen. Om finansieringen i stället hade skett med *penninglån* erhålles en något annorlunda sammanställning av utfallen. Om hyresintäkterna ej avviker från de förväntade erhålles samma utfall som tidigare. (Se tabell 5:6 och mittenkolumnen i tabell 5:8.) Inträffar en större prisnivåstegring än förväntat i kombination med större reala hyresintäkter kan den reala avkastningen öka kraftigt. Är prisnivåförändringen mindre än förväntad medan hyresströmmen är större föreligger två effekter som går åt motsatt håll, avvikelserna från avkastningsförväntningarna behöver därigenom inte bli så stora.

Vid en minskande real hyresström bromsas den sjunkande avkastningen om prisnivåförändringen är större än förväntad, dvs. inflationen »räddar» avkastningen. Vid en utebliven inflation i kombination med sjunkande real hyresström kan däremot situationen bli kritisk. Den reala avkastningens utveckling vid olika kombinationer sammanfattas i *tabell 5:8*.

Som framgår av tabell 5:8 kombineras vid finansiering med penninglån osäkerheten beträffande det framtida penningvärdet med osäkerheten röran-de den reala hyresströmmen. Under ogynnsamma betingelser medför denna

[1] Det bör understrykas att dessa nio olika kombinationer endast representerar olika principiella utfall. Ingenting är sagt om dessa möjligheter är lika »sannolika» eller om de är förknippade med olika »sannolikheter».

Tabell 5:8. Real avkastning på eget kapital vid penninglåne-finansiering.

		Real hyresström		
		Större än förväntad	Förväntad	Mindre än förväntad
Prisnivåförändring	Större än förväntad	Väsentligt större än förväntad avkastning	Större än förväntad avkastning	Ungefär förväntad avkastning
	Förväntad	Större än förväntad avkastning	Förväntad avkastning	Mindre än förväntad avkastning
	Mindre än förväntad	Ungefär förväntad avkastning	Mindre än förväntad avkastning	Väsentligt mindre än förväntad avkastning

kombination en ökning av det totala variationsområdet; under mer gynnsamma betingelser kommer de två efekterna att motverka varandra.

Om fastighetsägaren främst är känslig för det totala variationsområde inom vilket avkastningen på det egna kapitalet kan ligga är således en finansiering med penninglån ur denna synpunkt mindre gynnsam än en finansiering med indexlån. Man kan också säga att med indexlån reduceras den totala osäkerheten, förorsakad av såväl penningvärdeförändringar som förskjutningar i den reala hyresströmmen, enbart till en osäkerhet om de framtida *realhyrornas* utveckling. Det bör då erinras om att realhyran antagits vara helt oberoende av penningvärdets utveckling. Den slutsats som preliminärt uppnås är således att indexlån ur risksynpunkt är gynnsammare än penninglån. Beträffande den totala bedömning som måste göras och vid vilken hänsyn även tas till de förväntade indexförändringarnas förhållande till räntedifferensen mellan penninglån och indexlån hänvisas till tidigare avsnitt.

Resonemanget kan dock behöva modifieras när hänsyn tas till hur kraftiga indexförändringarnas variationer kan vara. Antag att fastighetsägarens prisnivåförväntningar är sådana att de avvikelser som kan inträffa i form av mindre eller utebliven inflation är begränsade medan däremot möjligheterna alltid föreligger till mycket kraftiga (men sällsynta) inflationer av engångskaraktär. Ett sådant förväntningskomplex innebär exempelvis att fastighetsägaren kan räkna med ett upprepande av en inflation av Korea-typ men knappast finner motsvarande deflationer möjliga. Om förväntningskomplexet är av denna typ kan en finansiering med indexlån framstå som mindre attraktiv jämfört med en finansiering med penninglån. Detta framgår av en jämförelse mellan tabellerna 5:7 och 5:8. Inträffar den »förväntade» inflationen är penninglån och indexlån likvärdiga; kvar står osäkerheten beträffande den framtida reala hyresströmmen. Blir inflationen större än förväntat är penninglån gynnsammare än indexlån. Den senare låneformen är särskilt ogynnsam i förhållande till penninglån om en kraftig inflation inträffar samtidigt med en sjunkande real hyresintäkt. En mindre inflation än förväntat behöver, så länge

avvikelserna är begränsade, inte innebära att penninglånefinansiering är avsevärt sämre än indexlånefinansiering.

Ett annat sätt att beskriva dessa förhållanden är att indexlån i kombination med en sjunkande real hyresnivå kan leda till att avkastningen på det egna kapitalet blir mycket låg. Denna »katastrofsituation» inträffar vid indexlånefinansiering oberoende av penningvärdets förändringar när realhyran sjunker. Vid finansiering med penninglån kan däremot dessa katastrofsituationer emellanåt »räddas» genom att inflationen blir större än förväntat och de sjunkande reala intäkterna kompenseras av sjunkande reala kapitalutgifter.

Den tidigare slutsatsen måste således modifieras: en fastighetsägare vars eget kapital är förhållandevis begränsat och som räknar med stora variationer i de framtida reala hyresintäkterna kan lättare hamna i situationer med starkt reducerad återbetalningsförmåga vid finansiering med indexlån än vid finansiering med penninglån. En »normal» riskaversion talar fortfarande för indexlån som finansieringsinstrument medan en aversion riktad mot rena katastrofsituationer innebär att penninglån kan framstå som gynnsammare vid en viss typ av inflationsförväntningar. För fastighetsägare med den här diskuterade konstellationen av förväntningar och riskbedömningar kan en *optimal belåning* omfatta en *blandning av penninglån och indexlån.*

En invändning, som kan resas mot indexlåns lämplighet för bostadsfinansiering i en marknad med jämviktsprisbildning, baseras på hypotesen att hyresnivån släpar efter i förhållande till den allmänna prisnivån, främst beroende på trögheter i marknadsprisbildningen. Här avses då icke sådana olikheter i pris- och hyresutveckling som karaktäriserar det nuvarande hyreskontrollsystemet i vilket eftersläpningen är avsedd. Orsakerna till trögheten skulle i stället vara de förhållandevis långa kontraktsperioderna och en allmän orörlighet i hyressättningen.

En tröghet i hyresanpassningen leder till en snedvridning i relationen mellan hyror och övriga priser. Denna snedvridning resulterar i sin tur i temporära bostadsköer och tendenser till hyressplittring. Det bör därför, oberoende av finansieringsformen, vara angeläget att finna metoder för en snabbare anpassning i riktning mot jämviktshyror efter en allmän inflationistisk störning. En sådan metod kan vara att komplettera hyresavtalen med indexklausuler. En ökad finansiering med indexlån kan också följas av ett större intresse för indexklausuler i hyresavtal.

Kompletterande synpunkter

Hittills har i första hand uppmärksammats de problem som är aktuella för ägare av hyresfastigheter. Hänsyn måste också tas till finansieringen av bostadsrättsföreningar och egna hem. I en marknad med jämviktsprisbildning får förutsättas att värdet för överlåtelser av bostadsrätter resp. försäljningspriserna för egna hem är marknadsbestämda. Hela den tidigare analysen kan därför utan väsentliga förändringar tillämpas även för de senare fastighetskategorierna. I en beskrivning av egnahemsägarens situation får uttrycket »real hyresström» ersättas av förväntningar om reala försäljningspriser. I en analys av bostadsrättsföreningar svarar »avkastningen på eget kapital» mot avkastningen på bostadsrättsinnehavarnas insatser i form av en lägre bostadsrättsavgift än marknadshyran på en jämförbar lägenhet.

En annan förutsättning har varit att de studerade indexlånen antagits vara

reglerade med en allmän konsumtionsprisindex. Detta innebär att fastighetsägaren endast kan gardera sig mot de risker som är förknippade med förändringar i den allmänna prisnivån. Men det finns tekniska möjligheter att använda index som följer den allmänna hyresnivån. Genom användning av sådana index kan fastighetsägaren minska den osäkerhet som är förknippad med allmänna förskjutningar av hyresnivån, exempelvis genom icke-förväntade produktivitetsförändringar i byggnadsproduktionen eller förändrade konsumentavvägningar mellan bostadskonsumtion och annan konsumtion.

Möjliga specialindex är i stort sett hyresindex, fastighetsvärdeindex och byggnadskostnadsindex. Hyresindex beräknas för närvarande som delindex i konsumtionsprisindex. Denna hyresindex baseras på ett representativt urval av hyreslägenheter, bostadsrättslägenheter och bostäder i övriga fastigheter. En nackdel med de nuvarande beräkningarna är att prisinsamlingen endast görs en gång årligen, medan de månatliga justeringarna sker med hjälp av centralt tillgängligt material (exempelvis hyresrådets beslut om generella hyreshöjningar, ändringar av bränsleklausuler). Delvis kan detta förhållande återspegla den stelhet, som karaktäriserar hyresbildningen i ett regleringssystem, och en friare marknad kan kräva tätare prisinsamlingar. Slutsatsen blir att med smärre tekniska förändringar bör det vara möjligt att erhålla en representativ och säker hyresindex.

Att tekniskt beräkna en fastighetsvärdeindex ställer sig svårare. Endast en liten del av beståndet är föremål för försäljningar årligen, och de försålda fastigheterna utgör knappast ett representativt urval för fastighetsbeståndet. Alla de fastigheter, som ägs av allmännyttiga företag eller bostadsrättsföreningar, blir mycket sällan föremål för försäljning. Visserligen insamlas och redovisas (per år och med en viss fördröjning) data rörande fastighetspriser, men detta material kan knappast ligga till grund för en rättvisande fastighetsvärdeindex. Möjligen kan en sådan värdeindex begränsas till vissa fastighetstyper, exempelvis enfamiljshus, för vilka försäljningar förekommer relativt ofta och ett representativt material lättare kan erhållas.

Ändringar i byggnadskostnader bör i en fri marknad leda till förskjutningar i hyresnivån. En minskning i byggnadskostnaderna leder till ökad räntabilitet för nyproduktionen och ett ökat utbud, som på längre sikt kan ge sjunkande hyresnivå. Det bör dock observeras att denna anpassning kan vara mycket långsam, varför byggnadskostnadsindex som regleringsindex endast ger ett skydd mot förändringar i relationen mellan hyresnivå och allmän prisnivå betingade av långsiktiga strukturella förändringar. En annan nackdel med byggnadskostnadsindex är att denna index är höggradigt konjunkturkänslig och uppvisar starka variationer kring en trend.

Bostadsstyrelsen beräknar en byggnadskostnadsindex, som publiceras månatligen. Denna index har dock den nackdelen, att den bygger på fasta vikter, som hänför sig till 1950 års förhållanden. Index överskattar antagligen något kostnadsutvecklingen, eftersom produktionsfaktorer och materiel, som stigit kraftigare i pris än genomsnittet, i betydande utsträckning ersätts med faktorer och materiel, som stigit mindre i pris. Därmed kommer »dyra» varor och arbetskraftskategorier att väga för tungt i index.

Även om det är möjligt att åstadkomma låneklausuler med något slags index som återspeglar de allmänna för-

ändringarna i hyror eller fastighetsvärden erhålles inget skydd mot icke förväntade förändringar i den individuella fastighetens värde i relation till den allmänna utvecklingen på fastighetsmarknaden. De vinster, som ur risksynpunkt kan uppnås med specialindex för bostadsfinansieringen kan bli förhållandevis begränsade om osäkerheten för den individuella fastighetens värdeutveckling är den dominerande riskfaktorn. Dessutom kan specialindexlån vara mindre attraktiva ur långivarsynpunkt, inte minst med hänsyn till svårigheterna att ordna inteckningsfrågan. De totala vinsterna med användning av speciella bostadsindex i stället för en allmän konsumtionsprisindex har således bedömts som osäkra och framställningen har därför i hög grad koncentrerats till användningen av en allmän konsumtionsprisindex. Som dessutom skall visas i ett följande avsnitt är specialindex mindre lämpliga i en marknad med självkostnadshyror.

2.2 Indexlån i en bostadsmarknad med självkostnadshyror

Den följande beskrivningen av en bostadsmarknad med självkostnadshyror avser främst att understryka den stora vikt som måste läggas vid fastställandet av en »norm» för utvecklingen av hyrorna över tiden i en fastighet. Det är för en marknad med självkostnadshyror viktigt att skilja mellan det fall då normen för hyressättningen är given utifrån, exempelvis av statliga myndigheter i samband med en hyresreglering, och det fall då självkostnadsprincipen utgör en del av bostadsföretagets normala (och självständigt beslutade) marknadspolitik. Till det senare fallet föres främst de allmännyttiga bostadsföretagen. I det förra fallet är det hyresnormens utformning som blir avgörande för om fastighetsägaren önskar en upplåning i exempelvis penninglån eller indexlån. För de allmännyttiga företagen är sambandet det motsatta, och upplåningens amorteringsvillkor blir i hög grad bestämmande för den valda hyresnormen. I det följande kommer bägge dessa två modellfall, det hyresreglerade och det allmännyttiga företaget, att behandlas.

Visserligen fordrar en fullständig och mer realistisk beskrivning av dagens bostadsmarknad många avvikelser från ett enkelt självkostnadsschema, men i detta avsnitt är det angeläget att renodla självkostnadsprincipen för att kunna studera valet mellan penninglån och indexlån. De nödvändiga modifikationerna göres i senare avsnitt, när analysen direkt behandlar problem förknippade med indexlåns införande i dagens bostadsmarknad.[1]

Självkostnadsprincipen

En självkostnadsprincip syftar till att ge fastighetsägaren fullständig täckning för fastighetens totala produktionskostnad genom hyresbetalningar som är tillräckliga för fastighetens amortering och räntebetalningar på upplånat kapital. För en självkostnadskalkyl måste också en avkastning på fastighetsägarens egen insats fastställas. Denna avkastning kan bestämmas från gällande marknadsräntesatser eller avkastningen på alternativa finansiella placeringar. I princip är kapitalvinster inte förenliga med självkostnadsprincipen och kapitalförluster uppstår inte så länge

[1] Den kanske viktigaste avvikelsen från självkostnadsschemat föreligger inom de allmännyttiga företag som beräknar självkostnadshyror på basis av företagets totala utgifter. Dessa fördelas sedan mellan olika fastigheter och lägenheter efter ett uppskattat bostadsvärde. De *relativa* hyrorna behöver med ett sådant hyressättningssystem inte systematiskt avvika från perfekta marknadshyror.

fastigheten kan uthyras till självkostnadshyror.

Motiven för en självkostnadsprincip vid hyressättningen är främst att åstadkomma låga hyror. I regleringsfallet har man önskat förhindra prisstegringar på äldre bostäder i samband med kraftiga kostnadsökningar i nyproduktionen. För de allmännyttiga företagen har också »spekulationsfriheten» i en självkostnadsprincip och frånvaron av olika slags kapitalvinster ansetts äga ett värde i sig.

Under idealiska förutsättningar behöver skillnaderna mellan en marknad med jämviktsprisbildning och en marknad med självkostnadshyror inte vara så stora. För en bostadsmarknad i jämvikt med en samtidig jämvikt på produktionssidan (dvs. utan övernormala vinster för byggherrarna) kommer, som tidigare nämnts, nuvärdet av framtida hyresintäkter att efter avdrag för löpande drift- och underhållskostnader att svara mot produktionskostnaderna. Detta gäller när avkastningen på fastighetsägarens eget kapital antas svara mot avkastningen på en alternativ placering. I det långsiktiga jämviktsläget ger alltså en marknad med jämviktsprisbildning självkostnadshyror, åtminstone för nyproduktionen.

Denna egenskap hos marknaden med jämviktsprisbildning har också spelat en bestämd roll vid hyreskontrollens genomförande. I en krissituation med temporärt stegrade byggnadskostnader och en kraftig nedgång i produktionens omfattning kan en kortsiktig jämvikt på hela bostadsmarknaden uppnås endast vid en (kanske mycket) högre hyresnivå. Detta leder till kapitalvinster för fastighetsägarna och eventuellt också en ökad avkastning för nyproduktionen. Denna senare vinstökning fördelas mellan byggherrar, anställda, tomtägare och materielleverantörer. Tillfälliga hyresfluktuationer av detta slag kan också leda till ökad osäkerhet för nyproduktionen och ökade »spekulativa» inslag med snedvridningar i resursfördelningen som följd. För att förhindra en temporär hyresnivåhöjning kan hyresreglering tillgripas. Om hyrorna i nyproduktionen beräknas efter (subventionerade) självkostnader, elimineras en orsak till splittring i hyresnivå mellan bestånd och nyproduktion.

En följd av dessa åtgärder blir ett efterfrågeöverskott. Detta kan »byggas bort» under förutsättning av att kostnadsstegringen varit temporär och verkningarna på hyrorna i nyproduktionen eliminerats genom subventionering. Genom ett fortsatt byggande kan vid den »normala» kostnadsnivån jämvikt så småningom uppnås utan att hyreshöjningar behöver äga rum i det äldre beståndet. Hyresreglering och självkostnadsprincip kan i detta »idealfall» sägas innebära att marknaden hela tiden ligger kvar på den långsiktiga jämviktsnivån. Tillfälliga kostnadsstegringar får slå ut i temporär bostadsbrist i stället för i hyreshöjningar. Dessa senare kan, trots sin begränsning i tiden, medföra svåröverskådliga fördelningspolitiska konsekvenser. Så länge de relativa hyrorna på olika lägenheter är oförändrade (jämfört med den jämviktsmarknad i vilken regleringen startade) är också efterfrågeöverskottet jämnt fördelat över olika bostadstyper och någon hyressplittring behöver icke uppkomma.

Det får anses vara önskvärt att även med självkostnadshyror uppnå en hyresstruktur som ungefär svarar mot de relativa hyror som erhålles i en jämviktsmarknad. En kraftig hyressplittring får icke önskvärda verkningar på inkomstfördelning och resursanvändning. Ett villkor för att hyresparitet skall bestå är att hyrorna i nybyggda fastigheter inte överstiger hyrorna för

likvärdiga lägenheter i det existerande beståndet. Om en splittring uppstår kan detta återföras på byggnadskostnadsstegringarnas karaktär samt de principer som tillämpas vid hyressättningen. Det är därvid möjligt att peka på en rad olika fall.

Om byggnadskostnaderna ökar temporärt men prisnivån i övrigt är stabil uppnås hyresparitet genom en subventionering (i kombination med självkostnadskalkyl) för nyproduktionen samtidigt som hyrorna i beståndet förutsättes låsta genom direkta regleringsåtgärder. Den reala hyresnivån förändras ej. Det fall som främst diskuterades vid den nuvarande regleringens införande var en byggnadskostnadsstegring i kombination med vad som förväntades vara en *tillfällig* höjning av den allmänna prisnivån. På lång sikt skulle alltså *oförändrade nominalhyror*, som innebar en omedelbart *lägre real hyresnivå*, kunna ge jämvikt vid en tillräcklig produktion om prisnivå och byggnadskostnader så småningom återgick till sin ursprungliga höjd.

Det mest relevanta fallet är då prisnivå- och byggnadskostnadsförändringar inte är temporära utan har karaktären av en ständigt fortgående inflation. Hyresparitet kan uppnås vid en låsning av den nominala hyresnivån för det äldre beståndet endast genom en allt kraftigare ökning av subventionerna för nyproduktionen. Detta innebär också en fortgående sänkning av den reala hyresnivån med ett ökat efterfrågeöverskott som följd.

Ett annat sätt att uppnå hyresparitet är att låta hyrorna i beståndet följa den allmänna prisnivåutvecklingen och att genom subventioner eliminera endast sådana byggnadskostnadsförändringar som avviker från den allmänna prisnivåutvecklingen. Den *reala* hyresnivån kan därmed hållas konstant och ett program för nyproduktionen som syftar till fullständig marknadsjämvikt behöver kvantitetsmässigt inte bli lika ambitiöst som i det föregående fallet.

Den utveckling som karaktäriserat den svenska bostadsmarknaden kan sägas vara att hyresreglering (och andra former av hyreskontroll) samt subventionssystem från början utformades som om prisnivåstegringar och byggnadskostnadsökningar var av temporär natur. Prisstegringarna har dock fortsatt och följden har blivit en hyressplittring och en hyresstruktur som i hög grad avspeglar den inflationistiska utvecklingen. Det äldre beståndet har delvis låsts fast vid en oförändrad nominal hyresnivå: hyreshöjningar har endast fått ske för inträffade driftkostnadsförändringar. Samtidigt har hyresnivån för nyproduktionen ej helt kunnat anpassas till beståndets nivå. Subventionerna har gradvis avvecklats och hyrorna i olika fastighetsårgångar visar följande tendens: ju äldre hus, desto lägre hyra.

Fastighetsägarens risksituation

Analysen av en marknad med självkostnadshyror begränsas i det följande till det fall då ett totalt efterfrågeöverskott föreligger på bostadsmarknaden.

Detta innebär att fastighetsägarens risksituation normalt förefaller gynnsam: ökade kostnader kan övervältras i högre hyror utan att efterfrågeöverskottet helt elimineras. (Detta förutsätter naturligtvis att regleringskalkylen tillåter en sådan övervältring.) Övervältringsmöjligheterna ökar naturligtvis med efterfrågeöverskottets storlek. Självkostnadskalkylen i kombination med ett allmänt efterfrågeöverskott kan å andra sidan leda till att enstaka fastigheter eller begränsade delmarknader uppvisar högre hyror än vad som skulle förekomma i en marknad med jämvikts-

prisbildning och samma bostadsbestånd. För dessa fastigheter, vilka endast kan omfatta en mycket begränsad del av marknaden, är övervältringsmöjligheterna för ytterligare kostnadshöjningar avsevärt begränsade. Under ideala betingelser kan en marknad med självkostnadshyror även uppvisa marknadsjämvikt. Ett av motiven för de rena självkostnadsföretagens tillkomst torde ha varit att man med utgångspunkt i »icke-spekulativa» bostadsföretag lättare skulle kunna uppnå en långsiktig marknadsjämvikt än vad som bedömdes vara möjligt på en bostadsmarknad med starka spekulativa inslag.

Oberoende av om fastigheten finansieras med penninglån eller indexlån ger förekomsten av ett allmänt efterfrågeöverskott fastighetsägarna väsentligt större möjligheter att övervältra olika kostnadsökningar utan att avkastningen på det egna kapitalet påverkas. Men samtidigt är avkastningens övre gräns i stort sett låst genom självkostnadsberäkningar. Fastighetsägarna får avstå från såväl kapitalförluster som kapitalvinster och avkastningen på det egna kapitalet blir inom vida gränser oberoende av förändringar i omkostnaderna.[1]

För de fastigheter som inom självkostnadsramen knappt kan täcka sina kostnader borde risksituationen vara mindre attraktiv: möjligheterna till kapitalvinster är genom självkostnadsprincipen i stort sett eliminerade medan däremot kapitalförluster kan inträffa vid ytterligare kostnadsökningar eller vid en vikande efterfrågan.

Av särskilt intresse i detta sammanhang är en beskrivning av risksituationen för de *allmännyttiga* företagen. En analys av dessa företags handlande under osäkerhet kan lämpligen baseras på företagens återbetalnings- eller amorteringsförmåga. Så länge kostnadsstegringar kan övervältras påverkas inte återbetalningsförmågan och företagens handlande påverkas ej. Kan någon övervältring inte äga rum eller efterfrågan sjunker uppstår en ogynnsam risksituation, som företagen kan antas försöka undvika.

Den *privata* fastighetsägarens valsituation kan inte heller angripas med samma analysinstrument som i föregående avsnitt. I stället för att söka finna en lämplig kombination mellan förväntad avkastning och variationer (osäkerhet) i avkastning måste en fastighetsägare i en marknad med självkostnadshyror primärt sträva efter att undvika sådana handlingsalternativ som kan leda till kostnadsökningar vilka ej kan täckas av hyresintäkter. Handlandet blir således i betydelsefulla avseenden detsamma som för de allmännyttiga företagen.

Av detta handlingsmönster följer att ägare av fastigheter med ett kraftigt efterfrågeöverskott blir förhållandevis okänsliga: skilda handlingsalternativ förefaller för dessa fastighetsägare likvärdiga. För ägare av fastigheter med ett obetydligt efterfrågeöverskott blir valet av lämpligt alternativ mera kritiskt.

Nominalistisk hyreskalkyl

Nu gällande hyresreglering och hyreskontroll, utövad av de statliga låneorganen, är beträffande kapitalkostnaderna rent nominalistisk. Vid hyresberäkningar utgår man från penningräntesatser och amorteringsvillkor gällande för penninglån.

1 Det finns i denna framställning inga skäl att närmare belysa sådana kostnadsförändringar som ej kan påverka hyreskalkylen. Likaså kan naturligtvis likvärdiga lägenheter inom kalkylens ram ge väsentligt olika avkastning, bl. a. beroende på den hyra som förelåg vid hyreskontrollens genomförande eller därefter inträffade reparationsbehov etc.

Det bör vidare understrykas, att fastighetsägaren i detta läge har små möjligheter att påverka avkastningen. Ett hyresregleringssystem utan vinstmöjligheter och med begränsade belåningsmöjligheter leder till låg likviditet för fastighetsägarna. Detta medför i sin tur att fastighetsägarna måste vara angelägna om att finna en sådan fördelning över tiden av sina kapitalutgifter att dessa nära ansluter sig till en motsvarande intäktsström av hyror.

Ett penninglån med en räntesats som svarar mot eller understiger ränteantagandet i den godkända kalkylen medför inga svårigheter för fastighetsägaren. Men det finns anledning att åter peka på ett förhållande som gör den nominalistiska självkostnadskalkylen mindre attraktiv än en jämviktshyra. Om hyreskalkylen baseras på att hyrans kapitalkostnadsdel skall vara en nominalt fixerad annuitet påverkas realhyran starkt av inflationstakten.

Inom den nominalistiska ramen kan man säga att en bättre hyreskalkyl skulle erhållas om nominalhyran initialt något sänktes och därefter fick höjas. Nuvärdet av de framtida hyresintäkterna, diskonterade med en lämplig penningräntesats, tänkes vara oförändrat och svarar mot produktionsvärdet. Med en kalkyl som utgick från en sakta stigande nominalhyra för en och samma fastighet skulle fastighetsägaren komma i ett från risksynpunkt gynnsammare läge. Den lägre hyran på nybyggda lägenheter underlättar uthyrandet av dessa, samtidigt som den högre hyran på äldre lägenheter minskar efterfrågeöverskottet riktat mot denna senare kategori. Detta kan påverka produktionen i riktning mot något större lägenheter, vilka annars kan vara svåruthyrda under de första åren. En hyresgäst som bebor en och samma lägenhet under hela tiden erhåller en bättre fördelning av sina hyresutgifter. Samtidigt leder det jämnare fördelade efterfrågeöverskottet till en bättre fungerande marknad.

Men det finns inom den institutionella ramen bestämda hinder mot en omedelbar tillämpning av en nominalistisk hyreskalkyl med en programmässig höjning av den utgående nominalhyran. Amorteringsvillkoren för penninglån måste först anpassas till en sådan kalkyl, om inte fastighetsägarna under de första åren skall utsättas för kraftiga likviditetspåfrestningar. En helt rationell nominalistisk kalkyl i vilken full hänsyn tas till den inflationistiska utvecklingen kan förutsätta initialt amorteringsfria sekundär- och tertiärlån eller en partiell kapitalisering av ränteutgifterna under de första åren. Först därigenom kan utgiftsbelastningen bringas i överensstämmelse med en hypotetisk hyreskalkyl baserad på stigande nominalhyra.

Denna ganska omfattande utvikning från huvudproblemet har haft två huvudsyften. För det första har den velat visa att en nominalistisk hyreskalkyl, baserad på nominal finansiering, kan ges en alternativ utformning så att viss hänsyn tas till inflationens verkningar. För det andra syftar diskussionen fram mot rent reala hyreskalkyler, i vilka penningvärdets förändringar direkt påverkar utgående penninghyror.

Det är nu anledning att undersöka hur indexlån kan förenas med den nominalistiska kalkylen. Man kan därvid särskilja två fall. Det första svarar mot en helt schablonmässig hyreskalkyl som ej tar hänsyn till individuella variationer i kapitalutgifter. I det andra fallet tillåtes vissa variationer i fastigheternas hyressättning sammanhängande med individuella förändringar i kapitalutgifterna. Detta senare fall kan sägas svara mot det system för tilläggskompensation som för närvarande tillämpas.

Det förra fallet innebär mycket stora risker för en fastighetsägare som finansierar med indexlån. Även om den förväntade avkastningen för penninglån och indexlån är densamma, innebär en kraftigare inflation än förväntat att fastighetsägarens nominala utgifter för kapital kraftigt ökar, samtidigt som den nominala intäktsströmmen är oförändrad. Detta skall visserligen vägas mot möjligheten av en lägre inflationstakt än förväntad. Analysen i föregående avsnitt visade dock hur en starkt asymmetrisk värdering hos fastighetsägaren i detta fall gör indexlån föga attraktiva.

Det andra fallet innebär att fastighetsägaren erhåller årliga hyreshöjningar som svarar mot utgifterna för indextilläggen. Sker sådana beräkningar för varje enskilt år kan hyran variera mycket starkt, samtidigt som »taket» för vad som i rådande efterfrågesituation är möjligt att övervältra kan uppnås under år med mycket kraftiga prissteg-ringar. Indexlåns riskegenskaper är visserligen förbättrade jämfört med det föregående alternativet, men låneformen torde fortfarande betraktas som mycket riskfylld jämförd med penninglån. Tillåter däremot hyreskalkylen att fastighetsägaren får kompensation för indextilläggen genom en utspridning och utjämning över flera år närmar man sig en *real* princip för hyressättning.

Den slutsats som kan dras är att med ett bibehållande av en nominalistisk hyreskalkyl inom hyresreglering eller hyreskontroll är penninglån den enda möjliga finansieringsformen. Indexlånefinansiering kommer för en fastighetsägare att vara förenad med mycket stora risker utan att kompenserande avkastningsförbättringar kan förväntas.

Så länge den nominalistiska kalkylen bibehålles oförändrad uppnås ej heller den önskade tidsstrukturen för hyran.

Real hyreskalkyl

En real hyreskalkyl baseras på en plan för den *reala* hyrans utveckling över tiden. De krav som kan ställas på en norm för en real hyreskalkyl är att denna skall ge en hyresutveckling för den individuella fastigheten och en hyresstruktur för marknaden som ger ett någorlunda jämnt fördelat efterfrågeöverskott, dvs. liten hyressplittring. Kalkylen skall dessutom ge en hyresutveckling som är förenlig med bostadsfinansieringens lånevillkor. Detta senare villkor innebär att lånens reala amorteringar skall anpassas till den nedgång av fastighetens reala värde som normalt kan inträffa under fastighetens livslängd.

En real hyresnorm innebär att såväl driftkostnadsdelen i hyran som kapitalkostnadsdelen förändras vid penningvärdeförändringar. Om byggnadskostnader och allmän prisnivå utvecklas likformigt kommer den reala hyresstrukturen att vara opåverkad av inträffade penningvärdeförändringar. Skillnaden mellan hyrorna i nyproduktionen och det äldre beståndet följer den i kalkylen planerade. Dessutom förutsättes i regleringsfallet att de hyreskontrollerande myndigheterna fastställer en (eventuellt subventionerad) realräntesats som skall ligga till grund för hyreskalkylen. Avkastningen på eget kapital blir med en sådan real norm också säker i reala termer. Vid finansiering med indexlån med amorteringsvillkor som är avpassade till den reala hyresnormen utvecklas kapitalutgifter och motsvarande hyresintäkter parallellt.

Vid finansiering med penninglån leder en lägre inflationstakt än förväntat till förluster för fastighetsägaren. Visserligen kan vinster göras om inflationstakten är större än förväntat, men troligen kommer fastighetsägaren att ständigt befinna sig i en besvärlig lik-

viditetssituation. Detta sammanhänger dels med fluktuationerna mellan hyresintäkter och kapitalutgifter vid finansiering i penninglån och en real hyreskalkyl, dels med de principiella olikheter i fördelningen över tiden som finns mellan den reala hyresströmmen och penninglånens amortering.

Som visades i föregående avsnitt är det dock möjligt att inom en nominalistisk hyreskalkyl och med ett bibehållande av penninglån som finansieringsform erhålla en hyresutveckling som bättre ansluter sig till bibehållna paritetshyror. Detta skulle ske genom att hyrorna tillåts stiga med vissa procenttal, motsvarande en förväntad inflation. Någon garanti för fullständigt bibehållen paritet kan dock ej uppnås med sådana metoder, även om delar av den inflationsinducerade hyressplittringen kan undvikas. En bättre garanti erhålles uppenbarligen med en real norm.

Men den reala normen ger inte automatiskt hyresparitet. Bortsett från att den valda reala schablonen kan vara mindre lämplig kvarstår alla de individuella variationer i fastighetens värdeutveckling som sammanhänger med läge, befolkningsutveckling, konsumentsmakens förändringar och olikheter i byggnadskostnader för *samtidigt* byggda likvärdiga fastigheter.

Så länge ett markerat efterfrågeöverskott föreligger kan fastighetsägarens risksituation vara opåverkad av måttliga variationer i normen för hyresreglering eller -kontroll. Men den väsentliga frågan är hur en lämplig norm skall konstrueras. I en ort utan kraftigare befolkningsförändringar är det rimligt att tänka sig att realhyran för en fastighet sjunker allteftersom fastigheten blir äldre. En sådan utveckling motiveras av en rent fysisk nedslitning och kvalitetsförsämring men också av en fortgående »normal» (men dold) produktivitetsförbättring. Denna senare faktor kan vara svåråtkomlig; om man jämför två lägenheter byggda olika år och med samma reala produktionskostnad, talar erfarenheten för att den senare av de två byggda lägenheterna kommer att föredras av konsumenterna. Förändringar av planlösningar, materialanvändning, hustyp etc. som av konsumenterna i allmänhet tolkas som förbättringar påverkar inte byggnadskostnadsindex. Det här anförda exemplet är *en* variant av det generella problemet om hur kvalitetsförändringar skall kunna återspeglas i olika slag av prisindex.

En preliminär slutsats blir att utan alltför kraftiga lokala befolkningsförändringar eller förskjutningar i nyproduktionens omfattning, bör en real hyresnorm med en svagt sjunkande real hyra ge en förhållandevis god anpassning med bibehållen hyresparitet.

En väsentlig osäkerhetsfaktor är byggnadskostnadernas framtida utveckling. Denna osäkerhet kan visserligen elimineras genom att låta hyreskalkylen baseras på lån reglerade med byggnadskostnadsindex i stället för konsumtionsprisindex. Med en reglering efter byggnadskostnadsindex skulle hyrorna i de äldre delarna av beståndet smidigare kunna följa nyproduktionens hyror och hyresparitet lättare uppnås. Å andra sidan är det inte säkert att en sådan följsamhet är helt eftersträvad. I en marknad med ett allmänt efterfrågeöverskott och politiskt bestämd bostadsproduktion behöver förändringar i byggnadskostnadsindex i förhållande till prisnivån i övrigt inte direkt återspegla förskjutningar i produktiviteten. Förändringar av byggnadskostnadsindex kan också sammanhänga med fluktuationer i bostadsproduktionens omfattning och åtföljande prisrörelser på faktormarknaderna. Det kan ju tvärtom vara ett mål

för hyrespolitiken att hyrorna i beståndet ej skall följa kortsiktiga fluktuationer i produktionskostnaderna. Användningen av en byggnadskostnadsindex för lån torde dessutom vara föga attraktiv ur långivarsynpunkt.

Svårigheterna är om möjligt ännu större beträffande användningen av en hyresindex eller fastighetsvärdeindex för bostadslån. En hyresindex omfattar en kapitalkostnadsdel och en driftkostnadsdel. För närvarande väger dessa delar ungefär lika tungt i index. Vid en förändring av driftkostnaderna, exempelvis genom en höjning av priserna på bränsle eller lönerna för fastighetsskötare, stiger totalindex med omkring hälften av driftkostnadernas procentuella ökning. En höjning av hyresindex kommer — om hyror och bostadslån är knutna till denna index — att automatiskt medföra en höjning av kapitalkostnaderna genom ökade indextillägg. Dessa bidrar ånyo till en höjning av hyresindex. På detta sätt kan en initialhöjning av hyrorna förstärkas till det dubbla. Det är inte otroligt att en process av detta slag ganska snart skulle konvergera mot marknadshyrornas nivå.

Även en höjning av räntenivån kan få en motsvarande multiplikativ effekt. En reglering med hyresindex måste därför betraktas som olämplig på grund av att de ökade utgifter som indexregleringen medför direkt påverkar regleringsindex. Samma förhållande gäller visserligen också konsumtionsprisindex, men då bostadskostnaderna omfattar mindre än tio procent av denna index blir den multiplikativa effekten avsevärt mindre.

En fastighetsvärdeindex har i stort sett samma effekter. Dessutom tillkommer den instabilitet som kan finnas beträffande fastighetsvärdena i en reglerad marknad, med spekulationer i och förväntningar om andra hyressättningssystem och kapitalvinstbeskattningens utformning vid en övergång till jämviktshyresbildning.

Slutsatsen blir att om regleringar med index, vilka tar hänsyn till relativa förskjutningar mellan allmän prisnivå och byggnadskostnader, är mindre lämpliga kan hyresparitet i allmänhet ej bibehållas vid icke-förväntade förändringar. Hyresparitet kan därvid endast återställas genom sådana förändringar av hyreskalkylen som ger upphov till kapitalvinster eller -förluster.

Kompletterande synpunkter

En i detta sammanhang väsentlig skillnad mellan allmännyttiga företag med självkostnadshyror och privata fastighetsägare med hyreskontroll är att hyrans tidsutveckling för den förra gruppen primärt bestäms av lånens amorteringsvillkor medan för den senare gruppen hyresutvecklingen fastlägges av de kontrollerande myndigheterna. Med »hyra» avses i första hand den del av totalhyran som skall täcka kapitalkostnaderna.

De allmännyttiga företagens situation blir således något annorlunda, då det för dessa företag inte är aktuellt att finna en låneform vars villkor är väl anpassade till något slags hyresnorm. I stället kan man förutsätta att dessa företag främst är intresserade av att ge sina hyresgäster en hyresutveckling över tiden som är anpassad till hyresgästernas betalningsförmåga och ger likvärdiga bostäder samma hyra. Dessa två principer minskar samtidigt riskerna för att lägenheter ej skall kunna hyras ut till kostnader som svarar mot aktuella kapitalutgifter.

Det är rimligt att förmoda att allmännyttiga företag i en väl etablerad dubbel kreditmarknad utan större differenser i avkastningsförväntningar skulle

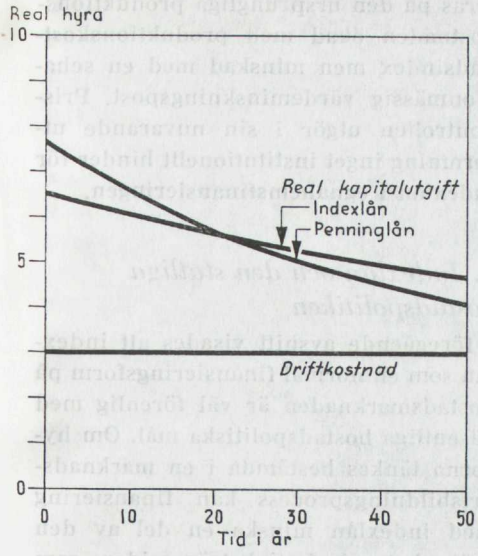


Diagram 5:1. Real hyresutveckling. 3 % inflation per år.

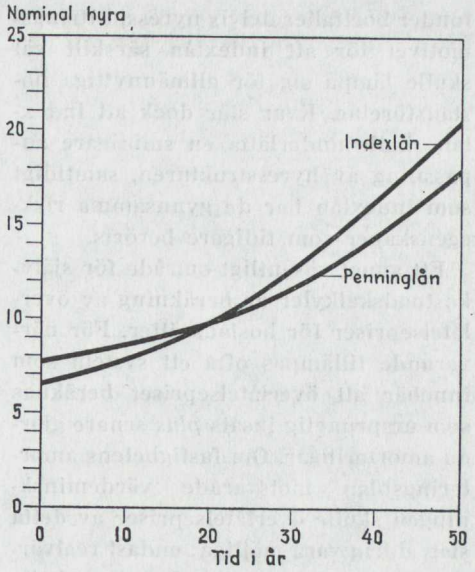


Diagram 5:2. Nominal hyresutveckling. 3 % inflation per år.

föredra indexlån framför penninglån. Argumentet är främst de fördelar indexlånen ger beträffande hyrans tidsstruktur. Slutsatsen kan skärpas ytterligare: i en marknad där privata fastighetsägare tillämpar marknadshyror kan indexlån vara ett nödvändigt villkor för att en splittring i hyresstrukturen inte skall uppstå mellan allmännyttiga och privata fastigheter.

I *diagram 5:1 och 5:2* visas utvecklingen av kapitalutgifterna över tiden, dels med penninglån, dels med indexlån. För penninglånet antas räntesatsen vara 4 % och amorteringstiden 50 år. Om räntor och amorteringar erläggs som en konstant nominal annuitet innebär detta en årlig kapitalutgift av 4,65 % av fastighetens ursprungliga kostnad. Ingen hänsyn tas till den statliga subventioneringens fortgående avveckling. För ett indexlån tänkes följande kalkyl gälla: realräntesatsen är 1 % och den årliga inflationstakten bedömes med säkerhet bli 3 %. Fastigheten skall amorteras fullständigt över 50 år men amorteringarnas storlek är störst i början och avtar sedan med 1,5 % årligen. Denna utveckling kan på ett schematiskt sätt antas återspegla fastighetens värdeutveckling och svarar således mot ett slags real hyresnorm. Den initiala kapitalutgiften blir 3,52 % men sjunker till 1,67 % per år efter 50 år.

Med dessa beräkningar kommer den reala principen att leda till väsentligt lägre initialhyra än den nominalistiska principen. Den senare leder dock till en lägre hyra under fastighetens senare period. Hyresutvecklingen åskådliggöres såväl realt som nominalt i diagram 5:1 och 5:2.

Situationen kompliceras emellertid om gemensamma kalkyler äger rum för hela bostadsföretag. Genom att sammanslå samtliga fastigheters utgifter och en fördelning av hyrorna efter olika lägenheters bostadsvärde kan irriterande hyressplittringsinslag helt eller till väsentlig del undvikas. Om dessutom självkostnadsprinciper tolkas mindre strängt med möjlighet till skapandet av smärre

fonder bortfaller delvis hyressplittringsmotivet för att indexlån särskilt väl skulle lämpa sig för allmännyttiga bostadsföretag. Kvar står dock att indexlån skulle underlätta en smidigare anpassning av hyresstrukturen, samtidigt som indexlån har de gynnsamma riskegenskaper som tidigare berörts.

Ett annat väsentligt område för självkostnadskalkyler är beräkning av överlåtelsepriser för bostadsrätter. För närvarande tillämpas ofta ett system som innebär att överlåtelsepriset beräknas som ursprunglig insats *plus* senare gjorda amorteringar. Om fastighetens amorteringsplan motsvarade värdeminskningen skulle överlåtelsepriser av detta slag aldrig vara möjliga: endast realvärdet av den ursprungliga insatsen skulle svara mot överlåtelsepriset. Att det idag normalt är möjligt att erhålla de beräknade överlåtelsepriserna (samtidigt som dessa ofta kan ligga under ett fiktivt marknadspris eller svarta-börspris) visar att nuvarande system leder till mycket kraftiga överamorteringar. Det är uppenbarligen samma problem som tidigare: nominal kalkyl, penninglån och inflation står för en väsentlig del av den *reala* amorteringen.

En belåning av kooperativa fastigheter med indexlån och en real beräkning av insatser och överlåtelsevärden skulle för det första sätta bostadsrättsinnehavaren i en gynnsammare position genom att hans bostadsrätt skulle ha ett realt säkerställt värde. För det andra skulle reala kalkyler minska de olägenheter som hyressplittringen medför och som för bostadsrättslägenheternas del i första hand tar sig uttryck i ett efterfrågeöverskott på bostadsrätter i något äldre fastigheter.

Den kontroll som utövas över försäljningen av egna hem är i princip redan nu »realt» utformad. Försäljningsvärdena för statligt belånade egna hem baseras på den ursprungliga produktionskostnaden ökad med produktionskostnadsindex men minskad med en schablonmässig värdeminskningspost. Priskontrollen utgör i sin nuvarande utformning inget institutionellt hinder för indexlån i egnahemsfinansieringen.

3. Indexlån och den statliga bostadspolitiken

I föregående avsnitt visades att indexlån som en normal finansieringsform på bostadsmarknaden är väl förenlig med väsentliga bostadspolitiska mål. Om hyrorna tänkes bestämda i en marknadsprisbildningsprocess kan finansiering med indexlån minska en del av den osäkerhet på fastighetsägarsidan som förekommer beträffande förväntningarna om relationen mellan framtida hyresintäkter och kapitalutgifter. En sådan minskning av osäkerheten kan betraktas som ett partiellt förverkligande av ett allmänt välfärdspolitiskt mål, nämligen att minska osäkerheten i det ekonomiska livet.

Med utgångspunkt i dagens situation är kontrollerad hyres- eller prissättning efter en självkostnadsprincip den mest relevanta. Därvid gäller att en finansiering med indexlån kan bidra till att minska eller eliminera den hyressplittring som är en följd av inflationistiska förändringar i byggnadskostnaderna. Men som visades i det första avsnittet kan de bostadspolitiska målen också tolkas som bestämda krav på en övre gräns för hyresnivån. I det följande behandlas en rad frågor som berör sambandet mellan å ena sidan indexlån som finansieringsform för bostadsbyggandet och å andra sidan övriga bostadspolitiska mål, utformningen av statlig subventionspolitik samt slutligen vissa övergångsproblem och bostadspolitikens konkreta utformning i tre typfall.

3.1 De hyrespolitiska målen och realräntenivåns höjd

En kanske avgörande punkt för möjligheten av en normal bostadsfinansiering med indexlån är den realräntenivå, som kan förväntas uppstå vid balans på kreditmarknaden mellan indexlån och penninglån.[1] Frågan blir om denna hypotetiska realräntenivå är förenlig med de hyrespolitiska målen. Argumentationen *mot* indexlån som normalt finansieringsinstrument för bostäder — en argumentation som å andra sidan kan anses stödja indexlån om frågan ses ur långivarnas synpunkt — är att indexlåns införande kommer att medföra en höjning av räntenivån och en ökning av kapitalutgifterna för fastighetsägandet. Slutsatser av detta slag brukar anföras med en hänvisning till den ränte- och penningvärdeutveckling som ägt rum under efterkrigstiden och som inneburit att den för bostadsfinansieringen i efterhand beräknade realräntan legat kring noll eller strax därunder. Det hävdas därvid att det inte skulle vara möjligt att explicit acceptera en statlig räntesubventionering som systematiskt syftade till negativa realräntor och att *realräntesatsen noll* (på indexlån) antagligen skulle vara en praktisk undre gräns. Avslöjandet av inflationen och de låga men positiva realräntesatser som kan bli följden av indexlåns introduktion skulle nödvändiggöra högre hyror.

I en marknad med självkostnadshyror skulle en väsentlig höjning av realräntesatsen höja hyrorna automatiskt. Med den hyresstruktur som föreligger i den hyressplittrade marknaden uppnås därvid först jämvikt på marknaden för nyproducerade lägenheter. Detta leder i sin tur vid oförändrad subventionering till minskade incitament för bostadsproduktion. Denna kan sjunka samtidigt som en överskottsefterfrågan föreligger på något äldre lägenheter. I en marknad med jämviktsprisbildning slår en höjning av realräntesatsen också ut i minskad bostadsproduktion och på längre sikt höjd hyresnivå. Fastigheter byggda efter kalkyler som förutsatt en lägre real kapitalutgift drabbas av kapitalförluster.

Problemställningen kan också formuleras på följande sätt: baseras den nuvarande bostadspolitiken på en icke uttalad förutsättning om negativa realräntor? För att belysa denna väsentliga frågeställning göres i det följande några enkla beräkningar som avser att visa sambandet mellan realräntenivå och hyresnivå.

Med nu gällande regler och praxis kommer den del av första årets hyra som svarar mot kapitalutgifterna för en helt statligt belånad fastighet att svara mot 4,6 % av produktionskostnaden. Jämförelsen skall främst avse första årets hyra (initialhyror). En högre hyra under senare år i en fastighet med indexlån (jämfört med hyran i en fastighet med penninglån) kan innebära en bättre anpassning till en jämviktshyra för den indexlånefinansierade fastigheten.

För fastigheten finansierad med indexlån antas realhyran (kapitaldelen) sjunka med 1,5 % per år, samma värdeminskningstal som förutsättes i de statliga bestämmelserna beträffande godkända försäljningsvärden för egna hem. Dessutom antas lånen amorteras så att kapitalkostnaderna (räntor och amorteringar) varje år är lika med motsvarande hyresintäkter. Vid olika antaganden beträffande realräntesats och livslängd för fastigheten erhålles de resultat som redovisas i nedanstående tabell.

[1] Beträffande de rena kreditmarknadsaspekterna hänvisas till Avdelning III i betänkandet.

Tabell 5:9. Initialhyra motsvarande kapitalkostnaderna (räntor och amorteringar) i procent av fastighetens produktionskostnad vid olika livslängder och realräntesatser.

Realräntesats	Livslängd	
	40 år	50 år
—1	2,76	2,26
0	3,33	2,84
1	3,95	3,46
2	4,65	4,24
3	5,39	5,03

Tabell 5:9 visar att med de givna förutsättningarna är det möjligt att acceptera en realräntenivå på mellan 2 och 3 % utan att hyran under det första året blir väsentligt skild från nu utgående hyror i statligt belånad och subventionerad nyproduktion. Däremot blir hyresutvecklingen över tiden beroende på om finansieringen skett i indexlån eller penninglån. Storleken av denna differens sammanhänger med inflationstakten.

De principer som av bostadsstyrelsen tillämpas vid beräkningen av försäljningsvärden för egna hem innebär, som ovan påpekats, att den ursprungliga produktionskostnaden först räknas upp med produktionskostnadsindex fram till försäljningstillfället varefter värdet minskas med 1,5 % per år från produktionsåret till försäljningsåret. Eftersom inga direkta svårigheter förelegat vid försäljning av statligt belånade egna hem (utanför rena avflyttningsområden) kan man påstå att en hypotetisk real värdeminskningstakt på 1,5 % inte överskattar de möjliga försäljningsvärdena i marknaden. Denna värdeminskningstakt innebär att kapitalkostnadsdelen i stort sett halveras under 50 år. Ett svar på frågan om det är möjligt att upprätthålla denna struktur i en jämviktsmarknad fordrar en mer ingående analys av efterfrågans och bostadsbeståndets struktur.

Det kan räcka med att peka på några faktorer som bör medtas i en sådan analys. Vid en helt fri prissättning på statligt belånade egna hem skulle det antagligen vara möjligt att för närvarande på vissa orter ta ut högre priser än de maximalt tillåtna försäljningsvärdena (vid i övrigt oförändrad hyreskontroll). Samtidigt kan det föreligga en uppdämd efterfrågan genom att småhusproduktionen varit begränsad, åtminstone i större tätorter. Dagens efterfrågesituation på marknaden för småhus kan dock delvis sammanhänga med att ett efterfrågeöverskott från hyresmarknaden kan ha flyttats över till småhusmarknaden.

En del av dessa argument kan också användas mot hypotesen att det i en marknad med ett större mått av jämvikt skulle vara möjligt att upprätthålla samma hyror som för närvarande i nyproduktionen. En omedelbar övergång till jämviktsprisbildning för hela bostadsbeståndet kan leda till såväl hyreshöjningar som hyressänkningar för den nyproducerade delen. För hyreshöjningar talar främst att ett allmänt efterfrågeöverskott föreligger. Men helt orimlig är inte en situation med så pass kraftiga minskningar av efterfrågan genom hyreshöjningar i det äldre beståndet att hyrorna i nyproduktionen snarast skulle ha en tendens att sjunka.

Även om analysen således inte med säkerhet kan fastslå att det i en marknad med en högre grad av marknadsjämvikt än idag skulle vara möjligt att upprätthålla nuvarande initialhyror samtidigt som den reala hyresstrukturen (och hyresutvecklingen) får den form som här diskuterats, föreligger sådana säkerhetsmarginaler vid bedömningen att man kan fastslå att de *hyrespolitiska målsättningarna är förenliga*

med en positiv realräntenivå. Denna nivå kan visserligen vara mycket låg (0—2 %) och kan kanske endast uppnås genom subventionering.

3.2 Motiv för en statlig räntesubventionering

I detta kapitels första del gavs en beskrivning av den nuvarande statliga subventionspolitikens utformning. Innan framställningen övergår till att behandla alternativa utformningar av räntegarantier och statliga toppkrediter finns det skäl att några ögonblick stanna vid motiven för en statlig räntesubvention.

Det första motivet är av välfärdspolitisk karaktär och utgör en skärpning av en tidigare formulering om »att hyrorna skall vara kostnadsbestämda, samt att dessa kostnader ej skall avvika från vad som kan bedömas svara mot en långsiktig jämviktsnivå». Man kan hävda att en optimal samhällelig resursfördelning uppnås först om hyresnivån understiger en långsiktig jämviktsnivå, bestämd utan subventioner. Argumenten för en generell, bestående subventionering är av känd välfärdsekonomisk karaktär: bostadskonsumtion har för samtliga konsumenter sådana positiva, normalt icke prissatta effekter, att motiv kan föreligga för en allmän hyressubventionering. På fastighetsägarsidan är det möjligt att räkna med att producenterna har en tendens att överskatta riskfylldheten i bostadsinvesteringar. En sådan överskattning är inte särskilt märklig då bostäder har en ur den enskilde investerarens synpunkt mycket lång varaktighet, samtidigt som prognosmöjligheterna för en enskild fastighetsägare-byggherre normalt är mindre än för samhälleliga — statliga eller kommunala — planeringsorgan. Om riskbedömningarna är överdrivna leder detta till ett minskat utbud jämfört med vad som motiveras av en »riktigare» riskbedömning. För att öka utbudet och neutralisera riskeffekten kan därför allmänna produktionssubventioner tillgripas.[1] Det bör observeras att en allmän produktionssubventionering är möjlig även i en marknad med jämviktsprisbildning.

De motiv som spelat en stor roll för den statliga räntesubventionens utformning och efter den aktuella omprövningen av räntesubventionerna kvarstår som avgörande har ett mera direkt samband med de gällande hyressättningsprinciperna och den aktuella marknadssituationen. Räntesubventionen (inkl. den gynnsamma statliga toppbelåningen) har som sina väsentligaste funktioner att eliminera räntefluktuationers verkningar på hyran och dämpa den hyressplittring som åstadkommes av inflation och nominalistisk hyreskalkyl i kombination.

Så länge hyrorna är kontrollerade och baseras på beräknade historiska byggnadskostnader och aktuella räntesatser finns det naturligtvis anledning att konstruera systemet så att räntefluktuationer inte omedelbart påverkar hyresnivån. Genom att införa en räntegaranti är hyrorna okänsliga för räntefluktuationer så länge marknadsräntan ligger ovanför den garanterade räntesatsen. När räntegarantigränsen successivt höjes och för de äldre fastigheterna helt avvecklas blir hyrorna helt utlämnade för fluktuationer i samband med räntesatsförändringar. Ett räntegarantisystem — som är effektivt i elimineringen av räntevariationernas

[1] Även det motsatta förhållandet kan givetvis hävdas: att nuvarande bostadsinvesteringar förutsätter en större framtida efterfrågan, åtminstone för vissa hustyper eller områden, än vad som kan vara realistiskt. Producenterna skulle således snarast överskatta marknaden. Kritiken mot den omfattande höghusproduktionen utgår snarast från denna synpunkt.

verkningar — innebär således att en subventionering äger rum under en del av fastighetens livslängd. Om man inte önskar någon subvention men samtidigt önskar kvarhålla principen om självkostnadshyror och eliminering av räntefluktuationer på hyresnivån, måste garanti och långivning utformas så att fastighetsägaren genom tillfällig kapitalisering av räntesatser eller temporärt ökade amorteringar ges möjlighet att utjämna avvikelser uppåt och nedåt från en genomsnittlig räntenivå. Några oöverstigliga tekniska hinder synes inte föreligga för konstruktioner av detta slag.

Ytterligare ett motiv för avtrappningen av räntesubventionerna är att den nominalistiska hyreskalkylen ur real synpunkt ger en mindre önskvärd fördelning av amorteringarna över tiden. Om man betraktar en del av den utgående penningräntesatsen som en ersättning för penningvärdeförlusterna och därmed som ett slags real amortering blir resultatet »för höga» hyror i början av fastigheternas livslängd och »för låga» hyror senare. För att undvika de högre hyrorna i början av fastighetens livslängd kan man då tänka sig att en del av ränteutgifterna subventioneras. Allteftersom den utgående hyrans realvärde minskar kan räntesubventionen avvecklas. Inflationens verkningar på hyresstrukturen kan därigenom partiellt korrigeras, åtminstone så länge det är möjligt att ytterligare avveckla räntesubventionen. När subventionen är helt avvecklad är däremot fastighetens reala hyresutveckling helt utlämnad åt inflationens verkningar.

3.3 Den statliga räntesubventioneringens utformning

Den nuvarande räntesubventioneringen är i princip utformad så, att staten står för alla räntekostnader från räntegarantins gräns upp till en högsta godkänd upplåningsränta. Räntegarantin är given som en penningräntesats. Som tidigare påpekats är räntegarantigränserna olika för hus med skilda byggnadsår. Den första frågan är om den nuvarande räntegarantin går att förena med finansiering i indexlån.

Hyrorna i beståndet beräknas schablonmässigt på basis av räntegarantin (eller om denna underskrides, av en marknadsränta). Om fastigheter finansieras med indexlån, och indextillägg av de kontrollerande myndigheterna betraktas som likvärdiga med ränta, aktualiseras de statliga garantiförpliktelserna för den del av indexlåneräntan plus indextillägg som ligger mellan räntegarantigränsen och den högsta tillåtna nominala upplåningsräntan. Om indextilläggen kan fördelas över ett större antal år behöver riskerna med indexlånefinansiering inte vara avskräckande stora: staten kan komma att stå för huvuddelen av de indexlåneräntor och indextillägg som ligger ovanför garantin men under den övre nominala gränsen. Risk föreligger dock för fastighetsägarförluster om den inträffade inflationen blir större än förväntat. Slutsatsen blir att indexlån med en bibehållen nominalistisk garanti för flertalet fastighetsägare saknar påtagliga fördelar och framstår som mindre attraktiva än penninglån. Dessutom kan de rent bostadspolitiska fördelarna förknippade med indexlån och real hyreskalkyl inte förverkligas under dessa förhållanden.

Den hittills förda analysen har visat att man vid en indexlånefinansiering kan förvänta sig en lägre initialhyra än för närvarande (vid en oförändrad realräntenivå). Ett av de väsentligaste motiven för den nuvarande räntesubventioneringen elimineras därigenom.

Ett motiv som emellertid kvarstår är att marknadens realräntesats kan vara oförenlig med rent hyrespolitiska mål. Detta kan nödvändiggöra en real räntegaranti. En realräntegaranti är vid såväl penninglån som indexlånefinansiering också rationellare om politiken syftar till exempelvis en bestämd relation mellan hyror och inkomster. En inflation lämnar därvid bostadskostnadernas utgiftsandel oförändrad. Detta är, som tidigare visats, inte möjligt med en nominal garanti.

Den reala räntegarantin kan konstrueras helt analogt med den nominala: staten står för skillnaden i ränteutgift mellan garantiränta och en maximerad upplåningsränta. Det är också en självklarhet att en real garanti förutsätter en real hyresnorm. Visserligen är en real hyresnorm och eventuell räntegaranti starkt styrande i riktning mot indexlån, men upplåning i penninglån kan samtidigt tillåtas. För beräkningen av de statliga förpliktelserna får då användas en princip liknande den som kan användas vid indexlånefinansiering och nominal räntegaranti.

Om den garanterade realräntesatsen är 2 % och en fastighet finansieras med indexlån erlägger staten alla räntekostnader därutöver upp till en högsta accepterad räntesats för upplåning, säg 3,5 %. Hela indextillägget på kapitalet övervältras i hyrorna med en fördelning över tiden som följer en fastlagd norm. Om fastigheten däremot finansieras med penninglån frånräknas först från penningräntesatsen den under året inträffade penningvärdeförsämringen. Av återstoden erlägger staten den del som ligger mellan 2 % och 3,5 %. En kraftig inflation leder till minskade statliga utgifter för räntegarantin. Men fastighetsägarens intäkter beräknas vid hyreskontrollen efter den reglerade räntesatsen varför direkta inflationsvinster för fastighetsägarna uppträder först när inflationen är lika stor som skillnaden mellan marknadens penningräntesats och garanterad realräntesats. Däremot står fastighetsägaren alla de risker som är förknippade med en utebliven inflation. Indexlån måste under dessa omständigheter framstå som attraktiva jämfört med penninglån.

Däremot saknas all bostadspolitisk mening i en politik som samtidigt opererar med både en *nominal* garanti och en *real* garanti och låter fastighetsägaren välja mellan dessa. Detta innebär ju enbart att ett nytt hyressplittringsmoment — olikheter i belåningsform — införes.

De hittills förda resonemangen är i alla huvuddrag tillämpliga även för allmännyttiga företag även om dessa har en viss formell frihet beträffande hyressättningen. Däremot har den problematik som sammanhänger med räntesubventioner och produktionssubventioner i en marknad med jämviktshyresbildning lämnats utanför. Den nuvarande statliga toppbelåningens karaktär har ej heller berörts explicit; en förutsättning har varit att villkoren för dessa lån utformats med hänsyn till räntegarantin.

3.4 Övergångsproblem

I det följande redovisas några av de övergångsproblem som är förknippade med en introduktion av indexlånefinansiering på bostadsområdet.

Konverteringsproblem

Av särskild betydelse vid en mer omfattande övergång till indexreglerad finansiering är de villkor som det äldre bostadsbeståndet har för sin nuvarande belåning. Den största långivaren till bostadssektorn är sparbankerna. Deras lån är i allmänhet korta, varför inga rena konverteringsproblem torde föreligga i samband med en mer omfattande övergång till indexlån. En del av de övriga problem som bl. a. sammanhänger med sparbankernas möjligheter att erhålla balans mellan indexlån och pen-

ninglån på in- och utlåningssidan behandlas utförligt i kreditmarknadskapitlet. Situationen för bostadskreditgivningen genom affärsbankerna är i stort densamma, även om fastighetskrediterna spelar en avsevärt mindre roll för denna sektor. Det bör understrykas att en regelmässig bostadsfinansiering med indexlån ställer särskilda krav på indextilläggens kapitalisering och amorteringsvillkorens utformning. Framför allt måste understrykas att lån som förutsätter årliga betalningar av indextillägg är helt oförenliga med fastighetsägarens normala likviditetssituation. Även om lånen är formellt kortfristiga måste kapitalisering av indextillägget accepteras.

Lånen i hypoteksinstituten löper i allmänhet på längre tid och räntesatserna är bundna vid obligationsräntan vid utlåningstidpunkten. Någon formell konverteringsrätt föreligger ej, men praxis torde vara att om konvertering kan ske av obligationslånen till förmånligare villkor, konverteras även motsvarande utestående fastighetslån. Detta innebär att de lån som nu finnes knappast kommer att kunna konverteras till indexlån, om inte den senare låneformen är väsentligt gynnsammare ur avkastningssynpunkt. Bindningstiden inom dessa institut är lång, ända upp till 40 år, varför övergångstiden blir relativt lång. Tomträttskassornas utlåning torde i väsentliga avseenden likna hypoteksinstitutens, även om obundna lån förekommer. Försäkringsbolagens fastighetslån har i allmänhet löptider om 10 år och är räntebundna. Några konverteringsmöjligheter föreligger normalt ej, men den övergångsperiod som kan bli aktuell är avsevärt kortare än vad som gäller för hypoteksinstitutens utlåning.

Postsparbankens utlåning är nästan uteslutande obunden beträffande räntesatserna och är därmed jämförbar med övriga banker. I allmänhet har dock lånen väsentligt längre löptider. Den utlåning, främst tertiärlånen, som skett genom bostadsstyrelsen torde knappast vara konverteringsbar. Dessutom har denna långivning mycket långa bindningstider med 30 år för tertiärlånen.

Kapitalvinstproblem

Den hyressplittring som karaktäriserar den svenska bostadsmarknaden har till väsentlig del orsakats av inflation i kombination med en nominalistisk hyreskalkyl. Det finns därför anledning att närmare studera de kapitalvinstproblem som är förknippade med en övergång antingen till en marknad med jämviktshyresbildning eller till en marknad med bibehållen hyreskontroll för vissa delar av beståndet, men med en real norm för hyressättningen. Övergången till en real norm kan aktualisera hyresanpassningar som kan vara av samma karaktär som en övergång till en marknad med friare hyresbildning. Den följande analysen innebär ingen rekommendation till en övergång till andra hyressättningssystem utan syftar endast till att belysa de principiella kapitalvinstproblem som orsakats av ett speciellt hyresregleringssystem. För detta fordras en kort rekapitulation av vissa tidigare resonemang.

För att ej onödigtvis belasta framställningen betraktas endast kapitalutgifterna och motsvarande del i hyran. Den metod som valts för fördelningen av kapitalutgifter inom den nominalistiska hyresregleringen eller maximihyressättningen är en fördelning av kapitalutgifterna som en nominal annuitet. Om inflationen sker i en någorlunda jämn takt kommer det reala värdet av hyran att ständigt sjunka. Är inflationstakten större än den normala depreciationstakten erhålles en hyressplittring

av det slag som nu föreligger: nybyggda lägenheter är dyra i förhållande till äldre. Antag dessutom att den marknadshyra (eller hyra kontrollerad efter en real norm), som jämförelsen sker med, har den egenskapen att nuvärdet av den framtida hyresströmmen svarar mot produktionskostnaden. Dessutom antas att skillnaden mellan real ränta och penningränta svarar mot någorlunda realistiska inflationsförväntningar.

De två olika hyresstrukturer som skall jämföras har schematiskt åskådliggjorts i diagram 5:1.

Med de förutsättningar som gjorts ligger den nominalistiskt reglerade hyran högre än hyran enligt en real norm. Efter en viss tid ger däremot den nominalistiska normen en lägre utgående hyra. Om man nu betraktar situationen för ett hushåll som avser att bo kvar i en bostad under hela dess livslängd är den *totala* hyran (i detta fall definitionsmässigt) oberoende av om hyran erlägges efter den reala eller nominala normen. Däremot är ju fördelningen över tiden olika, varför troligen det reala systemet föredras framför det nominala med hänsyn till hushållets inkomstutveckling.

Sker däremot en övergång från en nominal självkostnadsprincip till den reala normen under fastighetens livslängd får hyresgästen betala ett belopp som är större än den totala produktionskostnaden. Ett möjligt betraktelsesätt är det följande: Hyresgästen bygger genom den högre hyran vid en nominalistisk självkostnadsnorm (jämfört med den reala normen) upp ett slags förmögenhet, som senare realiseras genom lägre hyror. Detta »hyresgästhypotek» kan legalt endast realiseras genom att hyresgästen sitter kvar i lägenheten.

Situationen kan också exemplifieras med de svårigheter som råder vid flyttning och byte av lägenheter i en hyressplittrad marknad. Om man vill byta lägenhet eftersträvar man ett oförändrat nuvärde av de framtida (sjunkande) hyresbeloppen. En person som utan ersättning överlämnar en (icke nybyggd) lägenhet till en annan hyresgäst överlämnar därmed också en förmögenhet i form av framtida lägre hyror. Skillnaden mellan en hyra, bättre anpassad till marknadsvärdet, och de aktuella lägre hyrorna kan sägas ha erlagts av den tidigare hyresgästen under fastighetens första år. Det torde vara vanligt att någon form av ersättning lämnas för det värde hyresrätten i icke nyproducerade hus har. Den tidigare hyresgästens »hypotek» kan således aktiveras direkt genom illegala överlåtelsepriser eller exempelvis (under legala former) som en nedsättning av ett villapris om hyresrätten till lägenheten bytes mot en villa.

Slutsatsen blir att om man frångår självkostnadsprincipen som grund för hyressättningen så kommer en kraftig förmögenhetsomfördelning att äga rum *från* hyresgästen *till* fastighetsägaren. Det innebär att det sparande som en kvarboende hyresgäst byggt upp under fastighetens tidigare år överföres till fastighetsägaren. För hyresgästen som senare kommit in i äldre fastigheter och betalat ett överlåtelsepris för en hyresrätt till tidigare hyresgäst innebär det att överlåtelsepriset överföres till fastighetsägaren.

En väsentlig förutsättning för detta resonemang är att den reala avkastning som penninglån gett under en historisk tid accepteras, dvs. att den lägre hyran är resultatet av att tidigare hyresbetalningar baserats på penningräntesatser av vilka en del kan betraktas som en real amortering och inte av en ständigt icke-förväntad inflation. Problemet om

en »rättvis» fördelning av förmögenhetsökningen vid en hyreshöjning är tydligen också ett problem om den »rättvisa» eller »riktiga» realräntesatsen under tidigare år. Eftersom inga marknadsnoteringar för reallån förelegat är problemet till sin karaktär olösligt.

Situationen kompliceras ytterligare av de fastigheter som är byggda innan hyresreglering och hyreskontroll. Dessa utgör också huvuddelen av det direkt hyresreglerade beståndet. Det är rimligt att utgå från att de ursprungliga hyresförväntningarna för dessa fastigheter skilde sig väsentligt från den hyra som erhölls efter regleringens ikraftträdande. En friare hyressättning skulle för dessa fastigheter åter föra upp hyran i riktning mot den ursprungligen förväntade hyresströmmen och fastighetsägarna kan därvid hävda att ingen egentlig kapitalvinst uppstår. Mot detta resonemang kan dock invändas att många fastigheter under regleringstiden bytt ägare till priser som baserat sig på förväntningar om fortsatta hyresreglerade hyror. För de *nuvarande* fastighetsägarna uppstår således direkta kapitalvinster om fastigheten anskaffats efter regleringens ikraftträdande.

En intressant fråga är möjligheten att bibehålla nuvarande förmögenhetsfördelning, samtidigt som en anpassning sker av hyresstrukturen till den reala normen. En utväg är att man för en fastställd real norm — baserad på ursprunglig produktionskostnad, fastighetens ålder, prisnivåförändring från produktionstidpunkten och en schablonmässig värdeminskning — fastställer ett nuvärde av den ökade hyran över ett antal år, som skall utgå vid den reala normen jämfört med den nominalistiska. En hyresgäst som flyttar kan tillgodogöra sig detta nuvärde i form av en revers, som i stort sett svarar mot tidigare sparande genom högre hyresbetalningar. Denna revers är utställd på hyresgästen av hyresvärden och kan medtagas vid flyttningen. En hyresgäst som kvarstannar, får visserligen vidkännas en högre hyra, men reversens avkastning och amortering är tillräcklig för att täcka den ökade hyran. Ur förmögenhetssynpunkt lämnas även denna hyresgäst intakt. Samma gäller fastighetsägaren: för denne gäller en ny hyresnorm som är real. Detta innebär ökade omedelbara hyresintäkter för något äldre hus. (Initialhyran i nybyggda hus kan däremot sjunka.) Men den ökade hyran svarar mot ökade kapitalutgifter för de utställda »hyresgästreverserna». Den här skisserade metoden har ett antal välfärdsekonomiskt intressanta följder: förmögenhetsfördelningen lämnas oförändrad samtidigt som hyresstrukturen förbättras. Detta leder till bl. a. en ökad rörlighet och anpassning på arbetsmarknaden. En reversmetod är också i hög grad tillämpbar i allmännyttiga företag, delvis som ett substitut till den sammanslagning som äger rum av olika fastigheter vid hyresberäkningen. Denna »poolning» kan betraktas som något orättvis genom att hushåll som bor i de äldre fastigheterna ständigt kan få sina hyror höjda genom tillkomsten av nya fastigheter inom ett och samma företag. De kapitalvinstproblem som här har berörts har enbart haft samband med vad som benämnts »inflationseffekten» i hyressplittringen. Det betydligt mer intrikata problem som sammanhänger med kapitalvinster av annat slag, huvudsakligen hänförbara till en expansionseffekt, skall ej beröras här.

3.5 Bostadspolitikens utformning för tre olika fall

I detta avsnitt redovisas tänkbara utformningar av vissa bostadspolitiska medel för tre fall karaktäriserade av skilda ambitionsnivåer beträffande indexlånens spridning på marknaden för fastighetskrediter. Med nödvändighet återspeglas därmed även olika utformningar av de bostadspolitiska åtgärderna. Som tidigare understrukits är det inte möjligt att studera indexlån som finansieringsform på bostadsmarknaden utan att samtidigt göra en rad alternativa antaganden beträffande den samtidigt förda bostadspolitiken. Men det måste påpekas att de fall som här pre-

senteras främst valts med hänsyn till att vart och ett belyser väsentliga *egenskaper hos indexlån — inte* att de olika fallen skulle kunna betraktas som relevanta *bostadspolitiska alternativ.*

I kapitlets första del preciserades ett antal bostadspolitiska mål. Vid sidan av de bostadssociala målen riktades uppmärksamheten på önskemålen att uppnå en hyresnivå, som medger en långsiktig jämvikt på bostads- och byggnadsmarknaderna samt att åstadkomma en hyresstruktur med lika hyror för likvärdiga lägenheter, dvs. en elimination av förefintlig hyressplittring. Den roll som den inflatoriska penningvärdeutvecklingen i kombination med penninglån och en nominalistiskt präglad hyresstruktur spelat för den aktuella hyresstrukturen belystes ingående.

Kapitlets andra del behandlade en fråga som är av särskilt intresse för bostadspolitikens utformning, nämligen indexlåns egenskap att (i kombination med en real hyreskalkyl) ge en hyresstruktur i vilken de relativa hyrorna är oberoende av penningvärdeutvecklingen. Detta gällde situationen under en hyreskontroll eller i allmännyttiga och kooperativa företag med självkostnadskalkyler. Denna egenskap kan hos indexlån, utöver de möjligheter till ömsesidig riskreduktion för långivare (och låntagare), som helt allmänt gäller indexreglerade kontrakt, motivera indexlånens införande på bostadsmarknaden och en utformning av den statliga bostadspolitiken som har detta syfte. Indexlåns införande kan således betraktas dels som ett mål i sig, dels som ett medel för att med bibehållande av viss hyreskontroll eller självkostnadskalkyl uppnå en bättre hyresstruktur på bostadsmarknaden.

Den första studien avser en begränsning av indexlånefinansieringen till nyproduktionen och därvid främst den dominerande del som har statliga lån och följer låneorganens hyres- och priskontroll eller tillämpar en självkostnadskalkyl. Beståndet av tidigare byggda lägenheter beröres ej direkt. Det andra fallet beskriver en något mer omfattande ambition för indexlånens spridning. Den statliga räntegarantin, långivningen, hyreskontrollen och tillämpningen av hyresregleringslagstiftningen förutsättes därvid anpassade till reala kalkyler för hela den berörda sektorn, således även det tidigare belånade beståndet. Detta ger mycket starka incitament för en konvertering av tidigare penningupplåning till lån med indexklausul. Detta fall kan sägas beskriva en real utformning av en bostadsmarknad med självkostnadshyror. Det tredje och sista fallet syftar närmast till en beskrivning av en bostadsmarknad utan hyreskontroll men med ett mycket starkt inslag av självkostnadsföretag. Den privata sektorn antas tillämpa en helt marknadsmässig hyressättning och detta alternativ svarar därigenom mot en mycket långt gången avveckling av direkt statlig bostadsmarknadskontroll.

Indexlån i nyproduktionen

En begränsning av indexlånefinansieringen till att gälla nyproduktionen kan i den aktuella bostadspolitiska situationen tänkas som ett minimiprogram för indexlånens introduktion för bostadsfinansiering. Detta kan åstadkommas genom att de statliga bostadslånen indexregleras. Kompletteras denna utlåning med en real norm vid hyresberäkningen och eventuellt även en real räntegaranti, föreligger starka incitament att övergå till indexlånefinansiering för nybyggda bostäder. Fastighetsägare som i denna situation väljer uteslutande penninglånefinansiering måste ha förväntningar om en framtida inflations stor-

lek som överstiger den för marknaden normala. Dessutom ställs dessa fastighetsägare inför betydande likviditetssvårigheter genom att räntebetalnings- och amorteringsvillkor för penninglånen ej överensstämmer med den reala normens förutsättningar.

En real norm för hyreskontrollen innebär att kapitalkostnadsdelen i hyran eller hela hyran följer konsumentprisindex. Hänsyn får vid normens upprättande tas till ett slags normal eller genomsnittlig real värdeminskning för fastigheter. Som utförligt redovisats i kapitlets tidigare avsnitt kan man förvänta att en real hyresnorm vid en fortgående inflation ger en annorlunda fördelning av hyreskostnaderna över tiden än en nominalistisk norm. Den reala hyresnormen, som närmast förutsätter indexlånefinansiering, torde ge en lägre hyra och (för egna hem m. m.) lägre reala kapitalutgifter (ränta plus amortering) under de första åren. Hyran under senare år kommer emellertid att vara högre än om finansieringen skett med penninglån och en nominalistisk kalkyl tillämpats.

För att undvika hyressplittring mellan samtidigt uppförda fastigheter måste ett val ske mellan att för varje produktionsårgång antingen tillämpa en real eller en nominalistisk hyresnorm. Denna restriktion kan tänkas härledd ur önskemålet att över huvud undvika hyressplittring varigenom en begränsning av indexlånefinansieringen till nyproduktionen utgör ett minimiprogram. Men vilka egenskaper erhåller en bostadsmarknad med denna uppdelning i finansieringshänseende? För *nybyggda* hus kan en framtida inflationsinducerad hyressplittring undvikas. Samtidigt ger övergången till real norm en omedelbar sänkning av kapitalkostnadsdelen i hyran för nybyggda fastigheter. Denna hyressänkning kan helt eller delvis utnyttjas för en avveckling av nu utgående generella räntesubventioner. Dessa har ju under senare tid haft som främsta syfte att sänka hyran under de första åren i nybyggda hus.

Gentemot *tidigare byggda* hus kommer dock hyresparitet inte att uppnås. I stället erhålles en ny uppdelning av marknaden i hus med hyror enligt nominalistisk norm och hus byggda efter den reala hyreskalkylens införande. Skillnaden mellan de två kategorierna blir ej heller konstant över tiden. Om de »sista» husen med penninglån och de »första» husen med indexlån jämföres blir resultatet att de senare omedelbart kommer att visa lägre hyror än de förra, efter en tid — kanske tio år eller mer — visar de två kategorierna samma hyra för att därefter ge högre hyror för husen med real norm. Ett nytt inslag av hyressplittring tillkommer, men med tiden uppnås paritet i en allt större del av beståndet allteftersom den indexbelånade andelen ökas. Den bestående hyressplittringen i det redan uppförda beståndet kan självklart ej påverkas av detta program. Konverteringsproblemen och kapitalvinstfrågan aktualiseras ej heller.

För de allmännyttiga företagens nyproduktion innebär detta att den utjämning som numera i allt större utsträckning äger rum mellan äldre och nyare bestånd ej behöver omfatta de indexbelånade fastigheterna som följer en realkalkyl. Den utjämning av hyran över tiden som automatiskt kan åstadkommas med en real kalkyl förefaller att i många avseenden vara överlägsen den nu förekommande utjämningen, vars verkningsgrad är starkt beroende av sammansättningen i det allmännyttiga bostadsföretagets fastighetsbestånd. För privatbyggda fastigheter som saknar dessa utjämningsmöjligheter blir

fördelarna med avseende på hyresstrukturen ännu mer uppenbara.

Som tidigare visats får en real kalkyl konsekvenser för beräkningar av överlåtelsevärden i det kooperativa bostadsbeståndet. Överlåtelsevärden bör i detta fall också indexregleras, men med avdrag för en normal värdeminskning. Ur kostnadssynpunkt får därigenom bostadsrättslägenheterna, bortsett från olikheterna i beskattningsregler, i högre grad samma karaktär som egna hem. Beträffande den sist nämnda kategorin bör det påpekas att den kalkyl, som användes i kontrollen av försäljningspriserna av de statliga lånemyndigheterna, redan idag kan sägas vara real. Detta innebär att paritet avseende tillåtna överlåtelsepriser kommer att föreligga även mellan äldre (penningbelånat) bestånd och nybyggda (med åtminstone statliga indexlån belånade) egna hem.

Ett särskilt problem utgör det ickestatligt belånade beståndet vars hyressättning (för flerfamiljshus) fastlägges av de lokala hyresnämnderna. För att möjliggöra indexlånefinansiering i denna kategori, som dock omfattar en mycket liten del av den totala nyproduktionen, fordras en ändring i nuvarande praxis så att indextillägg betraktas som en kapitalkostnad, vilken skall påverka hyressättningen.

Det ovan beskrivna minimiprogrammet för indexlåns introduktion kräver en ganska begränsad förändring av nuvarande bostadspolitik. I stort sett skulle det vara tillräckligt med en real utformning av de statliga bostadslånen och i konsekvens därmed en real kalkyl för kapitalkostnadsdelen i hyran. Hur en sådan real kalkyl utformas har beskrivits tidigare. Men den anpassning till en rimligare hyresstruktur, som är ett av många bostadspolitiska mål, skulle med detta program ske i en långsam takt: det kan dröja minst 20 år innan hälften av bostadsbeståndet i flerfamiljshus följer en real kalkyl.

Real utformning av samtliga hyreskontrollerande åtgärder

I föregående avsnitt tänktes programmet för indexlånens införande begränsat till fastigheter som erhöll nya statsbostadslån. Men programmet kan utvidgas till att omfatta även det tidigare byggda beståndet. Detta skulle innebära att det statliga låneorganets hyreskalkyl för samtliga belånade fastigheter lades om till real basis. Dessutom måste bostadsstyrelsen i detta program vara villig att konvertera tidigare statliga penninglån mot nya statliga indexlån. En press kommer, som tidigare påpekats, även att finnas på en konvertering av underliggande lån. Samtidigt bör möjlighet ges för fastigheter som enbart följer hyresregleringens regler att övergå till en real kalkyl.

Men hur kan detta tänkas påverka hyresstrukturen? Som ett första alternativ är det lämpligt att anta att inga andra åtgärder vidtas samtidigt. De kapitalkostnader som vilar på varje fastighet kommer i den reala kalkylen att skjutas framåt i tiden med en omedelbar hyressänkning som följd, även i äldre fastigheter. Den totala hyresnivån skulle därmed sänkas. Men detta innebär att ett fjärmande troligen sker från ett hypotetiskt jämviktsläge som ger marknadsbalans. Följden blir en ökning av bostadsbristen. Dessutom kommer hyresstrukturen i det tidigare producerade beståndet ej att automatiskt utjämnas utan kommer ständigt att direkt återspegla utgångspositionen vid den reala kalkylens införande. Endast i nya fastigheter uppnås den förbättrade strukturen. Utan att samtidiga kompenserande åtgärder vidtas förefaller detta

alternativ ur bostadspolitisk synpunkt inte att kunna bjuda på några fördelar utöver minimiprogrammet.

Det är lätt att inse hur denna situation uppkommer och vilka medel som kan användas för att undvika den. För en fastighet som följt den nominala kalkylen kan sägas att amorteringarna under de första åren varit för stora jämfört med en real kalkyl. Om nuvärdet av framtida hyresbetalningar ej skall ökas vid övergången till real kalkyl måste dessa tidigare överamorteringar tillfalla hyresgästerna. Avvikelserna från den »perfekta» reala kalkylen återspeglar vid en övergång de tidigare gjorda överamorteringarna. Endast genom att höja den framtida hyran kan en bättre anpassning uppnås. Detta kan med bibehållen *självkostnadsprincip* endast ske genom ökade kostnader, exempelvis genom en differentierad hyresskatt. I princip kan en sådan skatt konstrueras med olika höjd beroende av husens ålder så att en önskad hyresstruktur uppnås. Denna fråga ligger dock utanför det aktuella utredningsområdet.

Indexlån i en fri hyresmarknad

Hittills har konstaterats att indexlån utöver de konstitutiva riskreducerande egenskaperna i en marknad med olika inslag av hyreskontroll även kan fungera som ett bostadspolitiskt medel. Tidigare har indexlåns allmänna egenskaper i en marknad med fullständigt fri prisbildning behandlats. Men denna marknad kan genom det mycket stora och växande inslaget av företag baserade på självkostnadshyressättning inte ses annat än som ett rent hypotetiskt studiealternativ. Även i en marknad med fri hyressättning för privata fastigheter kommer hyresnivån och hyresstrukturen att i hög grad vara beroende av självkostnadsföretagen. I ett tidigare avsnitt har visats hur man under vissa förutsättningar kan betrakta hyressättning efter självkostnadsprincip som en god approximation till den hyresnivå och hyresstruktur som skulle råda vid perfekt bostadsmarknadsjämvikt. Men en viktig förutsättning var därvid full säkerhet om framtida priser och kostnader.

Skall det nu vara möjligt att inom självkostnadsprincipens ram åstadkomma ett närmande till denna jämviktsstruktur är det ett krav att osäkerheten om framtiden i möjligaste mån undanröjes. Indexlån kan bidra till detta genom att i en ekonomi med föränderlig prisnivå i väsentliga avseenden överföra självkostnadsföretagens planering till en situation där hänsyn endast behöver tas till *relativa prisers* men ej den *absoluta prisnivåns* fluktuationer. Med andra ord: indexlån gör det möjligt för alla allmännyttiga och kooperativa företag att planera i stort sett som om den framtida prisnivån skulle vara konstant (eller dess utveckling med visshet känd).

Slutsatsen kan formuleras ännu strängare. Skall de allmännyttiga företagen kunna fungera och uppfylla sitt huvudsakliga syfte att ge bostäder till självkostnadspris med bibehållen hyresparitet är det nödvändigt att hyrorna följer den allmänna prisnivåns fluktuationer. Detta kan med bibehållande av självkostnadsprincipen åstadkommas endast genom en indexreglering av kapitalkostnaderna, dvs. indexlån.

Det är uppenbart att kraven på de allmännyttiga företagens förmåga att upprätthålla paritetshyror måste öka i en marknad med i övrigt fri hyressättning — därigenom sker ju automatiskt en minskning av hyressplittringen. Ur bostadspolitisk synpunkt skulle indexlån i en fri marknad ha den värdefulla

egenskapen att bidra till självkostnadsföretagens anpassning till en rimlig hyra och av penningvärdefluktuationer oberoende hyresstruktur. Det finns dock inte här anledning att närmare behandla de problem som kan vara förknippade med övergången till denna typ av marknad. Av intresse är dock att konstatera det starka samband som kan finnas mellan å ena sidan lämplig upplåningsform och å andra sidan företagstyp och hyressättningsprincip.

KAPITEL 6

Inteckningsväsendet vid indexlån

Inledning

Till de mera väsentliga tekniska förutsättningarna för uppkomsten av en indexlånemarknad hör tillkomsten av regelsystem, 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 bostadsfastigheter en dominerande plats såväl på kapitalmarknaden som inom vissa delar av banksystemet. Indexlånemarknadens uppkomst och utveckling skulle därför underlättas, om sådana regler kunde konstrueras, att betryggande formella säkerheter för indexreglerade fastighetslån erhålles. Gällande inteckningsväsende diskriminerar sålunda indexlån. Penninglån kan komma att användas, även om indexlån är att föredra ur risksynpunkt, helt enkelt därför att de institutionella förhållandena är anpassade endast 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 säkerhetens konstruktion inte har något att göra med den primära kreditrisk, som långivaren tar. Frågan om 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 betalningsförmågan faktiskt upphört och fastigheten skall försäljas på exekutiv auktion, som inteckningsreglernas utformning får betydelse med avseende på långivarens kreditrisk, dvs. om han skall få tillbaka sina pengar eller ej. Inteckningsreglerna syftar då till att avgöra dels förmånsordningen mellan borgenärerna dels det högsta belopp, varmed deras fordringar kan gäldas.

Den väsentliga slutsatsen av dessa konstateranden är att all riskvärdering äger rum, när långivare och låntagare kommer överens om villkoren för ett indexlån som alternativ till ett penninglån. De har därmed båda accepterat de speciella riskfördelar eller -nackdelar som är förenade med indexlån. Inteckningsreglernas utformning kommer in i bilden endast som en bekräftelse av *hur* men inte *att)* full eller partiell återbetalning skall kunna erhållas i det fall att låntagaren visat sig vara ett dåligt kreditobjekt.

Av resonemanget följer sålunda att eventuella teoretiska eller praktiska svårigheter att generellt eller i vissa fall ordna ett till indexlån anpassat inteckningsväsende inte säger något om indexlåns riskegenskaper i allmänhet eller för den speciella grupp, vars säkerhetsfråga är särskilt svår att lösa. Det bör också betyda att något försök att med inteckningsreglernas hjälp ute-

sluta någon låntagar- eller långivargrupp från indexlånemarknaden inte får göras. De parter som vill utnyttja de till indexlån anpassade inteckningar, som nedan rekommenderas, har avgjort sitt risktagande när låneavtalet ingicks och bör således vara medvetna om de konsekvenser detta kan få, när inteckningssystemet eventuellt träder i funktion.

1. Inteckningsväsendets nuvarande uppbyggnad

Den rätt som en inteckning medför, innebär att innehavaren som säkerhet för sin fordran på gäldenären har panträtt i fastighet. Med panträtt avses här rätt att föranstalta om dess försäljning på exekutiv auktion, om betalning inte erhålles enligt skuldebrevets innehåll. Beroende på inteckningens plats i förmånsrättsordningen erhåller innehavaren därefter utdelning ur köpeskillingen om fastigheten försålts exekutivt liksom ur brandförsäkringsersättning eller ur ersättning som utfaller vid expropriation och liknande tillfällen.

1.1 Förmånsrättsordningen

För att fylla sitt ändamål måste det regelsystem som styr inteckningsväsendet möjliggöra för långivaren att bedöma värdet av den erbjudna säkerheten vid den tidpunkt, då han mottar erbjudandet om panträtt i fastighet. I gravationsbeviset för fastigheten kan utläsas vilka inteckningar, som belastar fastigheten samt var i förmånsrättsordningen den erbjudna panträtten befinner sig. Denna förmånsrättsordning finns reglerad i HB 17 kap. Vad som emellertid inte kan fastställas är storleken av de fordringar, som enligt lag utgår med förmånsrätt framför inteckningar, de s.k. tysta panträtterna. Vissa av dessa utgår dock endast om fastighetsägaren är i konkurs.

I konkursfallet uttas kostnaderna för egendomens förvaltning under konkursen med förmånsrätt framför övriga fordringar. En förmånsrätt, som kan få stor inverkan på värdet av de i fastigheten lämnade inteckningarna, är löntagares rätt enligt HB 17 kap. 4 § att, om lös egendom inte finns att tillgå, ur köpeskillingen utfå upp till ett års lön som av arbetsgivaren inte utbetalats. Dessa lönefordringar behöver inte ha något samband med fastighetens skötsel.

Oberoende av om konkurs inträffat eller ej utgår före inteckningar vissa fordringar enligt HB 17 kap. 6 §, såsom fastighetsskatt, odlingslån och avdikningslån m.m. Slutligen erlägges i båda fallen kostnaderna för det exekutiva förfarandet ur den för fastigheten influtna köpeskillingen.

Även andra förskjutningar kan inträffa, som innebär förändringar i inteckningarnas förmånsrättsläge. Till intecknings kapitalbelopp kan, där så är avtalat, läggas även ränta för en tid av högst två år före den dag utmätningen sker eller konkurs börjas.

Är inteckning meddelad för rätt till avkomst eller annan förmån av fast egendom, äger rättighetens innehavare ur egendomen utbekomma förmån i pengar eller i varor, som vid exekutionen är förfallen till betalning. För det fall att fastigheten säljes utan förbehåll om rättighetens bestånd, utgår ur köpeskillingen ersättning motsvarande det uppskattade värdet av förmånerna. Även i detta fall kan således inteckningens kapitalvärde öka från tiden för inteckningens beviljande till tiden för auktionen.

Ytterligare är att beakta att den som sålt en fastighet och lämnat köparen kredit, under en begränsad tid har förmånsrätt i den sålda fastigheten fram-

för köparens övriga borgenärer för den oguldna köpeskillingen, se JB 11 kap. 2 §.

Den långivare som till säkerhet för sin fordran av låntagaren erbjudits panträtt i fastighet, är vid det tillfälle då han mottar säkerheten hänvisad till att med ledning av de i gravationsbeviset lämnade uppgifterna bedöma de möjligheter, som vid en framtida tidpunkt kan finnas att ur fastigheten utbekomma sin fordran eller den del av fordringen, som då kvarstår obetald. I denna bedömning måste också ingå en kalkyl innefattande fastighetens framtida värdeutveckling. Mot bakgrund av inteckningens läge i förmånsrättsordningen samt långivarens bedömning av fastighetens värdeutveckling och låntagarens möjligheter att infria sina utfästelser sker sedan fastställandet av räntan liksom övriga lånevillkor.

Vid exekutiv auktion har man att räkna med att de enda intressenterna är inteckningshavarna. De bud som avges vid auktionen är i praktiken beräknade så att de täcker den fordran, som innehas av den budgivande borgenären. Det inträffar dock inte så sällan att de inteckningar som har den sämsta förmånsrätten inte skyddas av innehavarna. Att så är fallet beror endera på att borgenärens ekonomi inte tillåter honom att förvärva fastigheten eller på att han inte vill inträda i affären och således uppger sin rätt till panträtt i fastigheten. Någon budgivning baserad på det värde, som åsatts fastigheten vid inledandet av det exekutiva förfarandet, brukar vanligtvis inte förekomma.

1.2 Ägarhypotek

Den mellan långivaren och låntagaren ingångna överenskommelsen innehåller ofta bestämmelser om viss amortering av lånet. Som säkerhet för lånet lämnas emellertid en inteckning för hela beloppet. En växande differens uppkommer sålunda under lånets löptid mellan den fordran, som efter amortering återstår enligt omslagsreversen och den panträtt, vilken lämnats som säkerhet för lånet. Den ursprungliga panträtten i fastigheten förändras därvid på så sätt att skillnaden mellan det i inteckningen angivna beloppet och den återstående fordringen kommer att innefatta ett ägarhypotek. Reglerna om ägarhypotek innebär att inteckningen tillfaller fastighetsägaren eller vid konkurs hans konkursbo, om vid det exekutiva förfarandet en inteckning av fastighetsägaren inte pantförskrivits eller om en inteckning är belånad men inte tas i anspråk för täckande av skulden. Därvid gäller även att konkursboet eller ägaren själv inträder med samma företräde enligt förmånsrättsordningen som varje annan rättsägare skulle ha gjort. I det fall att en inteckning är belånad men inte helt behöver utnyttjas, gäller beträffande överskottet på inteckningen att det är ett ägarhypotek och tillkommer fastighetsägaren eller hans konkursbo.

Det förhållandet att ett ägarhypotek föreligger i en del av en inteckning är inget hinder för att innehavaren av inteckningen om så skulle visa sig vara nödvändigt kan ta i anspråk ägarhypoteket helt eller delvis för att erhålla täckning för betalningsutfästelsen i omslagsreversen. Innehavarens fordran kan exempelvis vid tidpunkten för det exekutiva förfarandet ha stigit på grund av utebliven räntebetalning.

Ett ägarhypotek i en del av inteckning kan av fastighetsägaren pantsättas till annan fordringsägare. Sådan pantsättning sker ofta till en fordringsägare som lämnat kredit mot en sämre liggande inteckning i fastigheten. Denne

vill därigenom åstadkomma att det blir han och ej fastighetsägaren som får det belopp som vid exekutiv auktion utfaller på den bättre inteckningens ägarhypotek. Det kan också vara så, att fastighetsägaren pantförskrivit ägarhypoteket till just den kreditgivare, som har panträtt i inteckningen. Det utgör då säkerhet för en annan skuld till denne, vanligen genom en s.k. generalpantklausul. Det förekommer slutligen att någon av fastighetsägarens fordringsägare för att få betalt för sin fordran utmäter ett icke belånat ägarhypotek.

1.3 Inteckningar med föränderligt nominellt värde

Gällande inteckningssystem är till sin karaktär helt nominalistiskt. Visserligen synes vissa möjligheter finnas att konstruera inteckningar med föränderligt nominellt värde. I inteckningsförordningens 11 § stadgas att »inteckning för fordran må ej ske utan till visst belopp i penningar eller varor». Att man intecknar en viss kvantitet varor lär vara så sällsynt att man helt kan bortse från det fallet. Som varor i juridisk bemärkelse kan emellertid även utländsk valuta betecknas. Man kan alltså i fastigheten inteckna en summa i utländsk valuta. Inteckningens kapitalvärde kan då beräknas med ledning av den vid inteckningstillfället gällande valutakursen. Om sedan växelkursen förändras så att den svenska valutans värde sjunker i förhållande till den utländska valutan, stiger inteckningens kapitalvärde i samma utsträckning som växelkursförändringen. I det praktiska rättslivet synes dylika inteckningar knappast alls ha kommit till användning. I lagberedningens förslag till ny jordabalk, avgivet i betänkande år 1960 (SOU 1960:24), har möjligheten att inteckna för visst belopp i varor uteslutits. Endast inteckningar fixerade i svenska kronor är enligt detta förslag tillåtna. Motiven till denna förändring i gällande rätt är att förhindra en eventuell försämring av efterföljande inteckningar i förmånsrättsordningen.

Sammanfattningsvis kan beträffande inteckningsväsendet sägas att inteckningarna alltid gäller som 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 att efterföljande inteckningars förmånsrättsläge undergår en viss försämring. En kraftig försämring av inteckningarnas förmånsrätt tillåtes genom reglerna i gällande lag om bättre rätt för vissa »tysta panträtter».

2. Nominalinteckningar vid indexlån

I en tänkt indexreglerad kapitalmarknad uppställer sig först frågan huruvida gällande regelsystem med dess nuvarande utformning i lag och rättspraxis möjliggör belåning av fastigheter för indexreglerade fordringar.

I Finland, där indexreglerade fordringar förekommit sedan ett antal år, har detta gått att genomföra. Den finska bostadsfinansieringen är uppbyggd på ett sådant sätt att bostadslånen (även bottenlånen) amorteras under en tidsperiod som inte sträcker sig över 30 à 40 år. Det egna kapitalet i fastigheten utgör en betydande andel av byggnadskostnaden (belåningsvärdet). I helt privatfinansierade hus utgör lånesumman högst ca 50 % av byggnadskostnaden men det förekommer fall där det egna

kapitalet uppgår till 80 %. I de hus som finansieras med statssubventionerade lån utgör det egna kapitalet minst 20 % av belåningsvärdet. Vidare tillåtes i Finland endast 50-procentiga indexklausuler. Denna belåning har kunnat genomföras inom ramen för en lagstiftning, som mycket liknar den svenska. För att långivarna under alla förhållanden skall ha säkerhet för det utlånade kapitalet fordras att låntagarna överlämnar inteckningar till belopp, som icke oväsentligt överstiger lånebeloppen. Avsikten är att skillnaden skall täcka den ökning av skuldernas belopp som inträffar vid en eventuell penningvärdeförsämring. Det förekommer att marginalen täckes av en inteckning med förmånsrätt efter övriga i fastigheten intecknade lån.

Det är emellertid att märka att förfarandet i Finland inte utan vidare kan överflyttas till den nuvarande svenska kapitalmarknaden eller till den typ av indexlånemarknad, som troligen skulle komma till stånd i vårt land. Bl. a. gäller i Finland att fastighetsbelåningen i allmänhet ej går så högt som i Sverige och att upplupna indextillägg regleras för varje år.

Teoretiskt sett skulle även i Sverige en kapitalmarknad med indexreglerade fastighetslån kunna fungera på detta sätt. 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. En sådan anordning innebär, att man från början tillskapar stora ägarhypotek, som successivt tas i anspråk vid en indexhöjning. Det är emellertid uppenbart att den som ger kredit mot inteckning med sämre rätt i fastigheten icke kan nöja sig med att det framför hans inteckning finns ägarhypotek till stora belopp, vilka vid exekutiv auktion tillfaller fastighetsägaren. Man måste räkna med att dessa ägarhypotek regelmässigt pantförskrives till innehavaren av ovanför liggande inteckningar och att denna pantförskrivning spelar en viktig roll vid bedömningen av säkerhetens värde.

Gällande regler innebär emellertid att en pantförskrivning av ägarhypotek (liksom en utmätning) troligen »låser» ägarhypoteket, så att detta därefter inte automatiskt minskas till förmån för inteckningshavarens indexreglerade fordran, när denna växer vid en uppgång av prisindex. Om detta är riktigt, måste en lagändring komma till stånd för att det nu beskrivna systemet skulle kunna fungera. Särskilt med hänsyn till den stora roll som sekundär- och tertiärbelåningen spelar på den svenska bostadskreditmarknaden synes det vara oundgängligen nödvändigt att frågan om pantförskrivning av ägarhypotek löses på ett för alla kreditgivare tillfredsställande sätt.

Ytterligare en svårighet är, att en fordringsägares säkerhet helt kan komma att ligga inom ett ägarhypotek i en inteckning med bättre rätt än den som han själv innehar. I så fall har denne fordringsägare inte möjlighet att få till stånd exekutiv auktion utan medverkan av innehavaren av den bättre liggande inteckningen. Även på denna punkt blir en lagändring nödvändig.

Det ovan skisserade systemet innebär att man arbetar med indexreglerade fordringar säkerställda av inteckningar på fasta nominala 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, varvid han dock inte med visshet kan förutse den framtida storleken av sin indexreglerade fordran.

3. Indexreglerade inteckningar

Den ovan angivna svårigheten kan emellertid övervinnas om man förser inteckningen med samma indexklausul som fordringen.

Såsom framgått av det föregående kan enligt gällande lag en inteckning inte förses med indexklasul. Detta skulle ej heller vara möjligt enligt lagberedningens förslag till jordabalk. Det enda avsteget från nominalismen, som för närvarande accepteras, är att inteckningsbeloppet anknytes till viss mängd varor, exempelvis guld eller främmande valuta. Förslaget till jordabalk har avvisat detta undantag. Det har motiverats med att en inteckning i annat än svensk valuta skulle ge upphov till alltför stor osäkerhet för panthavare med sämre rätt i fastigheten. Argumentet är riktigt om man betraktar nominalismen som en självklar förutsättning för stabilitet i relationerna på kreditmarknaden. I detta sammanhang, där vi har att undersöka hur ett blandat nominalistiskt och realt system skulle fungera, kan argumentet däremot icke vara avgörande.

Om man nu accepterar indexreglerade inteckningar, måste emellertid lagstiftningen kompletteras på en särskild punkt. Reglerna om exekutiv auktion måste utformas så, att det under förberedelserna för auktionen kan utan dröjsmål fastställas ett bestämt belopp uttryckt i kronor, för vilket inteckningen vid detta tillfälle skall upptas i borgenärsförteckningen. För att förenkla proceduren synes man böra föreskriva att endast vissa officiellt godkända indextyper får användas. Helst bör index vara detsamma för alla inteckningar i fastigheten. Nödvändigt synes detta dock icke vara; således måste det vara möjligt att samtidigt ha indexreglerade och nominalt fixerade inteckningar i en fastighet, svarande mot en samtidig belåning med indexlån och penninglån. Det är dessutom uppenbarligen enklast om samma index användes i inteckning och omslagsrevers.

På sakens nuvarande ståndpunkt saknas anledning att i detalj undersöka hur en lagändring i nu angivet avseende skulle utformas.

3.1 Överhypotek vid amortering av indexlån

Vid belåning mot indexreglerade inteckningar kommer inteckningarnas värde i kronor att växla i takt med regleringsindex. Utgör inteckningarna säkerheter för indexreglerade lån är även kapitalskulden indexreglerad. Vid fasta, amorteringsfria lån kommer därför värdeparitet mellan inteckning och låneskuld att föreligga i varje tidpunkt. Vid amorteringslån blir däremot inteckningens nominalvärde större än kapitalskulden. Vid stigande index växer denna skillnad med tiden, mätt i kronor. Ett överhypotek kommer således att uppstå, då den formella säkerheten överstiger den faktiska skulden.

Uppkomsten av överhypotek är i och för sig ingenting exklusivt för indexlån; när penninglån amorteras uppstår vid oförändrade inteckningsbelopp ett överhypotek. Under vissa förutsättningar kan dock överhypotek bli både vanligare och kvantitativt sett av större betydelse vid indexlånefinansiering än vid penninglån.

För närvarande är bottenlån i flerfamiljshus 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. Bottenlån ges i allmänhet upp

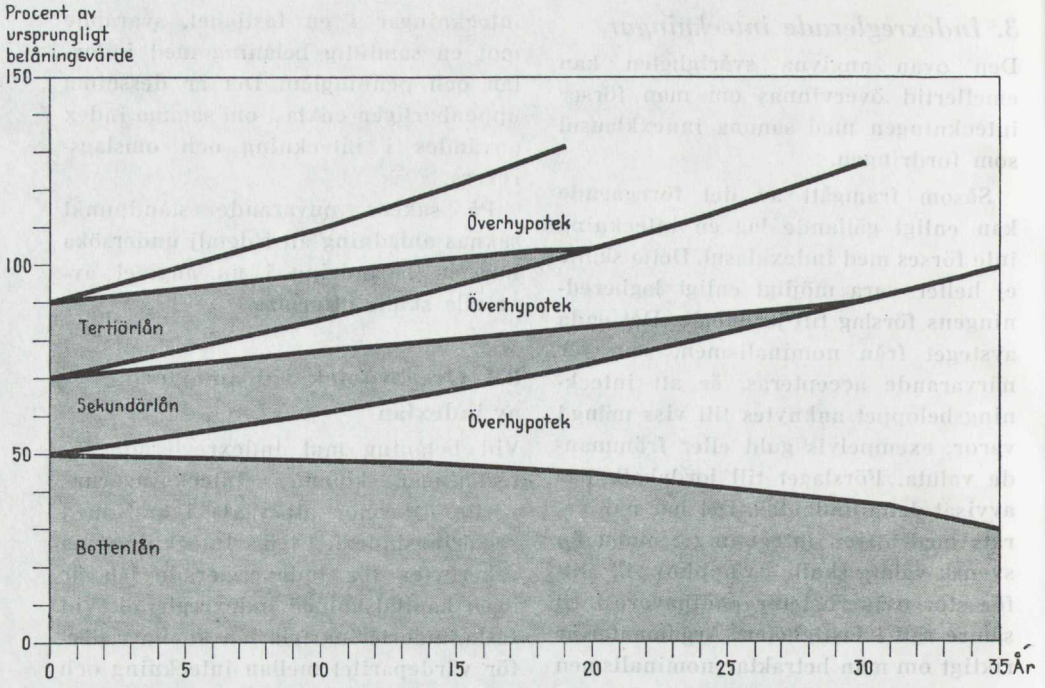


Diagram 6:1. Utvecklingen av skulder och uppkomsten av överhypotek. Prisstegring per år 2 %. Amorteringstid på bottenlånet 50 år.

till 60 % av belåningsvärdet. Ur säkerhetssynpunkt kommer indexlån och penninglån att skilja sig åt på det sättet, att de ackumulerade indextilläggen (vid stigande index) ökar kreditgivarens utestående 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.

Om kreditgivarna för att låna ut mot indexklasul skulle kräva att den utestående kapitalskulden i kronor inte vid någon tidpunkt får vara större än vad den skulle vara vid penninglån betyder detta i princip att lånen måste amorteras i en takt som motsvarar indexstegringen. I diagram 6:1 ges ett exempel på amortering av ett indexreglerat bottenlån på 50 år, dvs. med 2 % om året. Blir den årliga indexstegringen av samma storlek, ligger bottenlånets nominalbelopp till en början oförändrat och sjunker sedan under detta värde, beroende på att indexregleringen sker på ett successivt minskande kapitalbelopp. För överliggande krediter, sekundär- och tertiärlån, gäller att de idag amorteras på i allmänhet 30 resp. 20 år. Vid indexlån innebär dessa amorteringsvillkor, att kapitalskulden inte överstiger ursprungsvärdet så länge som den årliga prisstegringen understiger drygt 3 ⅓ resp. 5 % per år. Är den faktiska indexstegringen endast 2 % kommer, såsom framgår av diagram 6:1, betydande överhypotek att uppstå för alla lån, eftersom säkerheterna utan inskränkningar växer i samma takt som regleringsindex.

Skulle långivarna kräva att kapitalskulden även vid indexlån aldrig överstiger ursprungsvärdet måste uppenbar-

ligen, om förväntningar om en stark inflation råder, amorteringsvillkoren för bottenlån närmast överensstämma med sekundärkrediternas. Någon anledning att förutsätta så rigorösa säkerhetskrav finns dock knappast. De långivare, som vill använda sig av indexklausul, måste antas ha en positiv värdering av indexlåns egenskap att reducera penningvärderiskerna. Med de riskförhållanden, som för närvarande råder på marknaden för bostadsfinansiering, torde risktagandet med avseende på osäkerheten rörande kontraktens *reala innehåll* vara avsevärt större än det risktagande, som består i osäkerheten om fastighetsprojektets *återbetalningsförmåga*. Långivarna bör således vara benägna att utbyta en något större kreditrisk mot säkerhet om kontraktets reala innehåll. Såsom framgått av resonemang i kap. 5 rörande fastighetsinnehavarens attityd till indexlån är denna i betydande grad beroende av att man genom indexlån erhåller en rationell tidsfördelning av kapitalkostnaderna. En real amorteringstakt på indexlån, som överensstämmer med den som faktiskt råder vid penninglån, skulle antagligen minska låntagarnas intresse för indexlån. Långivarna har således ytterligare att mot kreditrisken väga möjligheten att över huvud erhålla indexlåneplaceringar mot hygglig ränta.

3.2 Amorteringstakten vid indexlån

Resonemangen i kap. 5 antyder att amorteringstakten på bottenlån, trots den formella amorteringsfriheten, i själva verket är ganska hög som en följd av att penningräntan anpassats till inflationsförväntningarna. En av fördelarna med indexlån är därför att amorteringstakten kan reduceras och dessutom anpassas till en bedömning av fastigheternas saluvärde i framtiden i stället för att vara beroende av inflationsförväntningar och storleken av den faktiska prisstegringen.

En eventuell övergång till indexlån kan därför medföra vissa förändringar i fastighetsfinansieringens struktur och framför allt i fråga om storleken av den nominala gäld, som vid olika tidpunkter belastar fastigheten. Hur långt denna strukturförändring sträcker sig kan av naturliga skäl inte anges och därmed inte heller omfattningen av de amorteringskrav, som kan komma att ställas på bottenlånefinansieringen.

I det sammanhanget är det av vikt att erinra om att de långivare, som förväntar inflation och således förutser en stegring av fordringens nominalvärde, inte rimligen kan förvänta sig att fastighetsvärdet är helt opåverkat av den allmänna prisnivåstegringen. Stiger fastighetens saluvärde i ungefär samma takt som prisnivån utgör lånen en oförändrad andel av realsäkerhetens värde, även om inga som helst amorteringar sker. I diagram 6:2 ges ett exempel på bottenlåns värdeutveckling i ett fall med förhållandevis lång amorteringstid. Amorteringstakten uppgår till 1 % och lånet skall sålunda slutamorteras på 100 år, medan prisnivån stiger med i genomsnitt 4 % per år. Skulle även fastighetens saluvärde stiga med 4 % per år utgör index för detta värde efter exempelvis 30 år 324, medan bottenlånets kapitalvärde anges av talet 115. Dess andel av fastighetens totala värde är således 35 %, varför kreditrisken måste sägas vara avsevärt mindre än i utgångsläget, då bottenlånet uppgick till 50 % av belåningsvärdet. Å andra sidan kan kraftiga indexstegringar i början av lånetiden, som inte motsvaras av värdestegringar på fastighetsmarknaden, tillfälligtvis väsentligt öka kreditrisken; en riskskärpning, som dock

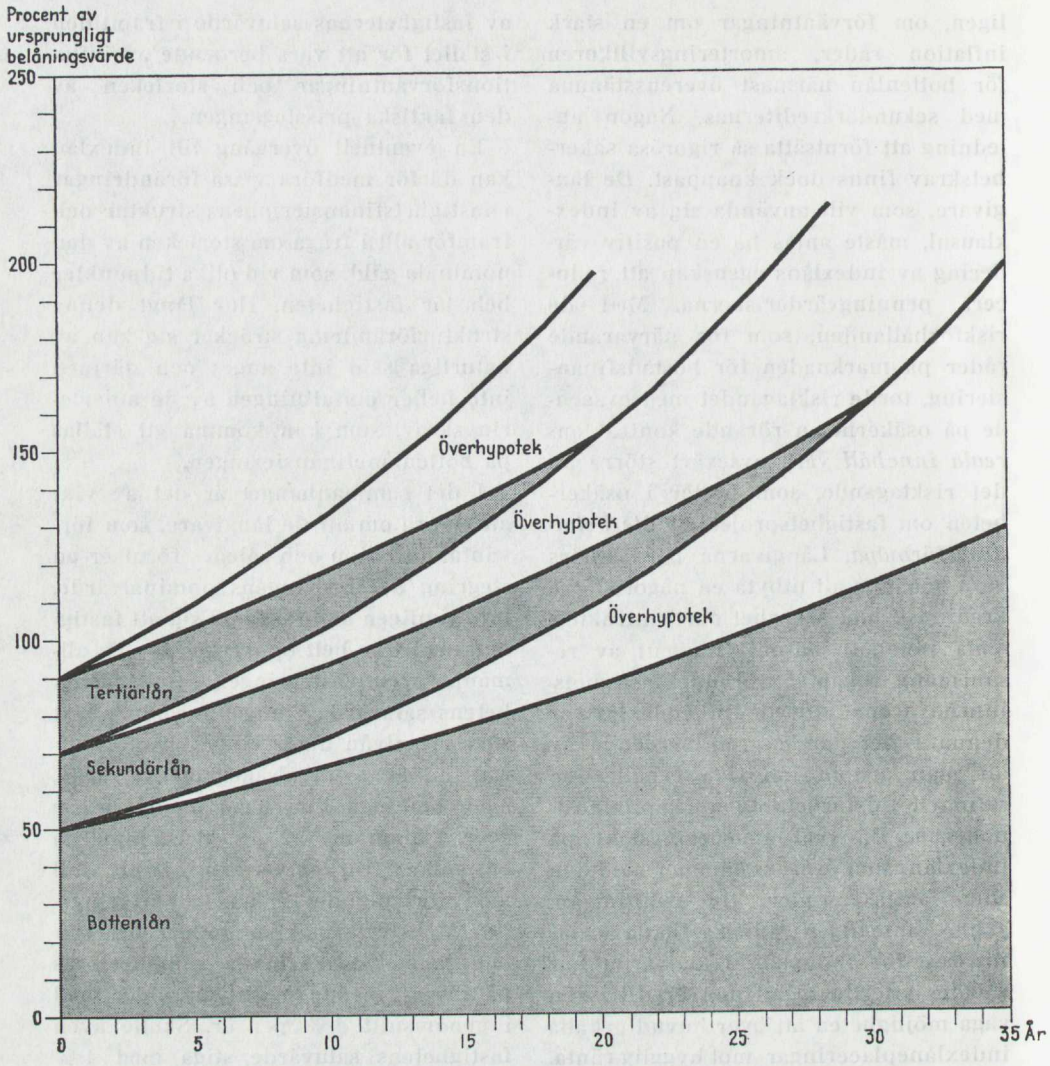


Diagram 6:2. Utvecklingen av skulder och uppkomsten av överhypotek. Prisstegring per år 4 %. Amorteringstid på bottenlånet 100 år.

genom en kombination av återhämtade fastighetsvärden och amortering av lånen så småningom kan elimineras.

Huvudorsaken till att krav på en viss amortering av indexreglerade bottenlån trots allt förefaller troliga är den roll tomtprisernas förväntade höjd idag spelar för möjligheterna att erhålla amorteringsfria bottenlån. Skulle en del av räntan läggas till kapitalskulden i form av ackumulerade indextillägg är det tänkbart, att kreditgivarna inte anser sig kunna utgå från att tomtprisernas stegring under alla förhållanden är tillräcklig för att likvidera bottenlånet vid slutet av fastighetens livslängd. Denna bedömning måste dock antas ske i sammanjämkningen av långivares och låntagares intressen, där inte minst attityden till indexlåns allmänna risk-

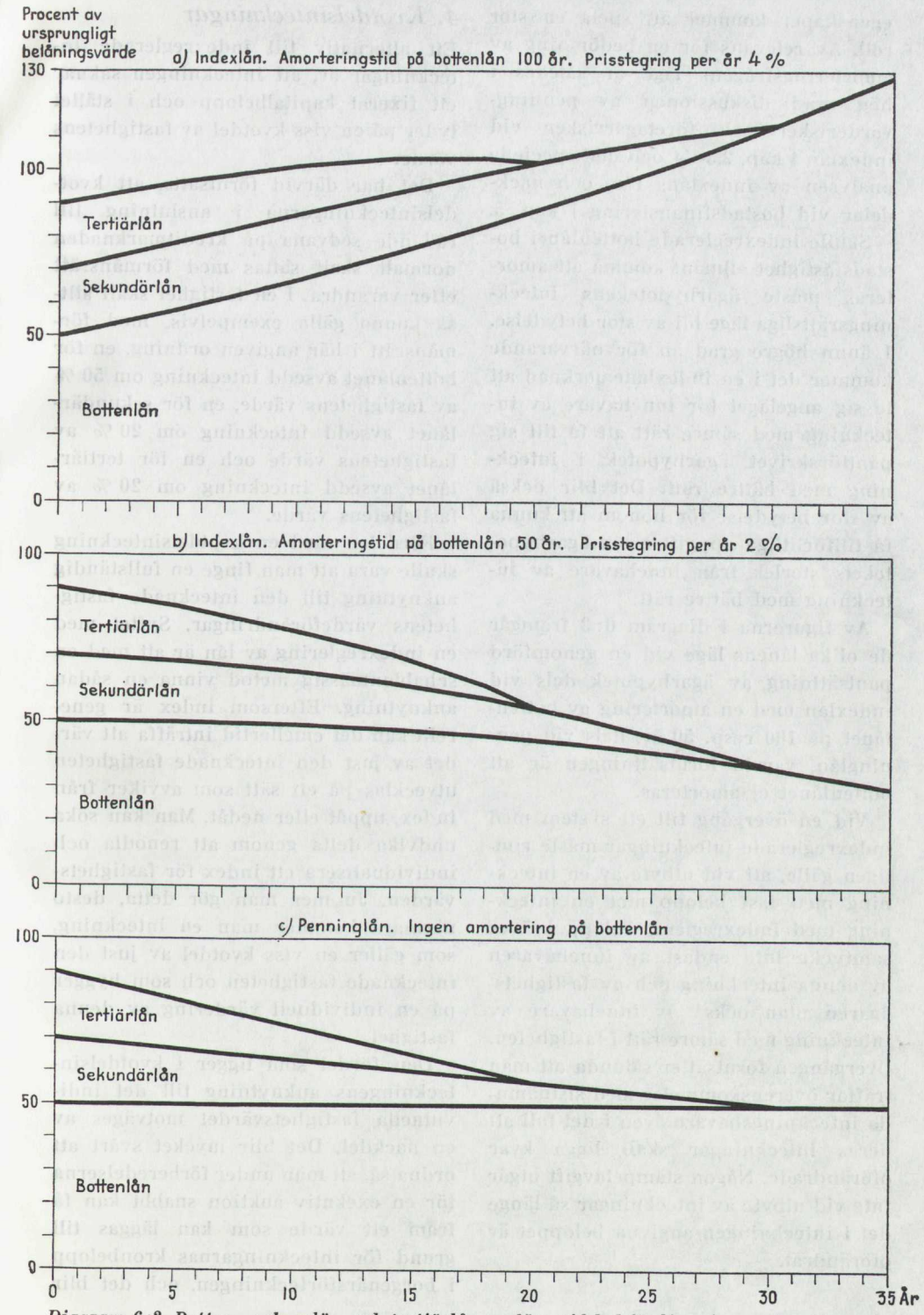


Diagram 6:3. Botten-, sekundär- och tertiärlånens läge vid hel fördjupning av överliggande säkerhet.

egenskaper kommer att spela en stor roll. Av relevans för en bedömning av amorteringsfrågans läge är således i hög grad diskussionen av penningvärderisker och företagarrisker vid indexlån i kap. 2.3—4 och den speciella analysen av indexlåns för- och nackdelar vid bostadsfinansiering i kap. 5.

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 indexlånemarknad att te sig angeläget för innehavare av inteckning med sämre rätt att få till sig pantförskrivet ägarhypotek i inteckning med bättre rätt. Det blir också av stor betydelse för honom att kunna få tillförlitliga uppgifter om ägarhypotekets storlek från innehavare av inteckning med bättre rätt.

Av figurerna i diagram 6:3 framgår de olika lånens läge vid en genomförd pantsättning av ägarhypotek dels vid indexlån med en amortering av bottenlånet på 100 resp. 50 år, dels vid penninglån, varvid förutsättningen är att bottenlånet ej amorteras.

Vid en övergång till ett system med indexreglerade inteckningar måste rimligen gälla, att vid utbyte av en inteckning med fast belopp mot en inteckning med indexreglerat belopp kräves samtycke inte endast av innehavaren av denna inteckning och av fastighetsägaren utan också av innehavare av inteckning med sämre rätt i fastigheten. Övergången förutsätter sålunda att man träffar överenskommelse med sistnämnda inteckningshavare även i det fall att deras inteckningar skall ligga kvar oförändrade. Någon stämpelavgift utgår inte vid utbyte av inteckningar så länge det i inteckningen angivna beloppet är oförändrat.

4. Kvotdelsinteckningar

Ett alternativ till indexreglerade inteckningar är, att inteckningen saknar ett fixerat kapitalbelopp och i stället lyder på en viss kvotdel av fastighetens värde.

Det har därvid förutsatts, att kvotdelsinteckningarna i anslutning till rådande sedvana på kreditmarknaden normalt skall sättas med förmånsrätt efter varandra. I en fastighet skall alltså kunna gälla exempelvis, med förmånsrätt i här angiven ordning, en för bottenlånet avsedd inteckning om 50 % av fastighetens värde, en för sekundärlånet avsedd inteckning om 20 % av fastighetens värde och en för tertiärlånet avsedd inteckning om 20 % av fastighetens värde.

Fördelen med en kvotdelsinteckning skulle vara att man finge en fullständig anknytning till den intecknade fastighetens värdeförändringar. Syftet med en indexreglering av lån är att med en schablonmässig metod vinna en sådan anknytning. Eftersom index är generellt kan det emellertid inträffa att värdet av just den intecknade fastigheten utvecklas på ett sätt som avviker från index, uppåt eller nedåt. Man kan söka undvika detta genom att renodla och individualisera ett index för fastighetsvärden. Ju mer man gör detta, desto närmare kommer man en inteckning, som gäller en viss kvotdel av just den intecknade fastigheten och som bygger på en individuell värdering av denna fastighet.

Den fördel som ligger i kvotdelsinteckningens anknytning till det individuella fastighetsvärdet motväges av en nackdel. Det blir mycket svårt att ordna så, att man under förberedelserna för en exekutiv auktion snabbt kan få fram ett värde som kan läggas till grund för inteckningarnas kronbelopp i borgenärsförteckningen, och det blir

också svårt för intressenterna att vid andra tillfällen, t.ex. vid ifrågasatt belåning, med tillräcklig snabbhet och säkerhet göra en kalkyl grundad på en evalvering av inteckningarna till ett visst kronbelopp. Olägenheten härav är så stor, att det redan av denna anledning förefaller otänkbart att bygga på ett system med kvotdelsinteckningar. Härtill kommer att det synes ogörligt att låta kvotdelsberäkningen gälla även omslagsreversen, bl.a. med hänsyn till svårigheten att bestämma hur amorteringar skall avräknas från lånet.

5. Sammanfattning

Vid granskningen av olika system för inteckningar vid indexreglerade lån har utgångspunkten varit att söka de former, som är bäst lämpade för indexlåns speciella egenskaper. Det anförda ger vid handen, att det enda system, som ur dessa synpunkter skulle fungera på ett tillfredsställande sätt och som samtidigt synes vara praktikabelt, är det som bygger på indexreglerade inteckningar.

AVDELNING II

KAPITEL 7

Skatter och värdesäkring

Inledning

Utformningen av beskattningsreglerna är av en avgörande betydelse för den grad av värdesäkring, som kan uppnås för olika former av finansiella kontrakt. I föreliggande kapitel diskuteras olika alternativ beträffande beskattningen av kapitalinkomster och kapitalvinster (realisationsvinster). Dessa alternativ ger skilda resultat beträffande möjligheterna att uppnå värdesäkerhet. I detta sammanhang är det också nödvändigt att behandla alternativa utformningar av avskrivningsreglerna, vilka ger olika resultat ur värdesäkringssynpunkt.

Detta kapitel avser att främst behandla ekonomiska och ur värdesäkringssynpunkt principiella synpunkter i fråga om beskattningen av indexlån. Avslutningsvis vidgas framställningen till att omfatta synpunkter på ett beskattningssystem, som ger en betydande grad av värdesäkerhet, oberoende av om de finansiella kontrakten är försedda med indexklausul eller ej. Diskussionen av indexlånens skatteproblem fullföljes i kapitlen 8 och 9. Dessa kapitel behandlar de rättsliga aspekterna på indexlåns beskattning och de taxeringsmässiga problem, som är förknippade med två av de i föreliggande kapitel diskuterade alternativen. I bilaga 1 till detta betänkande, »Real beskattning av kapitalinkomster och kapitalvinster samt därmed sammanhängande beskattningsfrågor», upptas därefter till närmare behandling frågan om införandet av en för samtliga låneformer gemensam beskattningsmetod av real karaktär. Denna metod berör sålunda inte endast frågan om beskattning av indexlån utan även frågan om beskattning av penninglån (nominallån). Anledningen till att detta tredje beskattningsalternativ inte behandlas i själva betänkandet utan i en bilaga till detta framgår av den följande framställningen.

Värdesäkerhet som politiskt mål

Utgångspunkten för hela värdesäkringsdiskussionen är den osäkerhet, som anses föreligga om det framtida penningvärdet. Denna osäkerhet medför också, att det reala värdet av nominalt fixerade fordringar är osäkert. En möjlighet att minska de risker, som är förknippade med penningvärdeosäkerheten, är införandet av värdesäkra lån, för vilka kapitalets och/eller avkastningens nominala värde är knutet till utvecklingen av en prisindex.

I den tidigare framställningen har visats hur sådana indexreglerade lån kan ge en hög grad av värdesäkerhet för såväl långivare som låntagare, när ingen hänsyn tas till beskattningen. Med värdesäkerhet förstås då att den reala avkastningen på en placering, den reala kapitalkostnaden vid upplåning eller det reala värdet av ett företags vinst är oberoende av inträffade allmänna penningvärdeförändringar.

De slutsatser, som framförts i kap.

2 beträffande indexlånens egenskaper ur värdesäkringssynpunkt, kommer i väsentlig grad att modifieras när hänsyn tas till beskattningen. Det nuvarande skattesystemet grundar sig genomgående på en nominalistisk princip. Denna princip innebär att ingen hänsyn tas till att sådana nominala förändringar, som är en följd av fallande eller stigande penningvärde, kan ge ett realt oförändrat resultat. Ett exempel på detta är, att nominala kapitalökningar, som ger ett oförändrat realt kapital vid inflation, beskattas som kapitalinkomster eller kapitalvinster (realisationsvinster).

Det är därför angeläget att närmare undersöka vilka förändringar av det nominalistiska skattesystemet, som erfordras för att syftet att åstadkomma full värdesäkerhet för finansiella kontrakt lättare skall kunna förverkligas. För att nå detta resultat måste ett *realt* betraktelsesätt tillämpas vid beskattningen av kapitalinkomster och kapitalvinster. En sådan undersökning kan ytterligare vidgas till att gälla frågeställningen hur ett skattesystem skall utformas i en ekonomi med penningvärdeförändringar, vilkas storlek varierar och inte med säkerhet kan förutsägas, för att det reala skatteresultatet skall bli oberoende av penningvärdeförändringarnas storlek.

Det nominalistiska systemet kan sägas fungera väl i en ekonomi med fast penningvärde. Problemet kan då formuleras på det sättet, att det gäller att finna ett skattesystem, som trots penningvärdeförändringar ger samma resultat som om prisstabilitet rådde.

Problemställningar

Kapitlet inleds — under avsnitt 1 — med en diskussion av värdesäkerheten för olika slag av finansiella kontrakt eller tillgångar i det nuvarande nominalistiskt präglade systemet. Framställningen visar att indexlånens huvudsyfte att ge värdesäkerhet ej kommer till sin rätt i detta system. Intresset för värdesäkra placeringar har i första hand antagits föreligga för långivare med begränsade förmögenheter. Med denna utgångspunkt är det därför naturligt att undersöka möjligheterna att åtminstone för sådana långivare införa en real beskattning av indexlån.

Beskattningsreglerna påverkar också prisbildningen på indexlån. För vart och ett av de beskattningsalternativ som diskuteras upptas därför till behandling även verkningarna på prisbildningen.

Avsnitt 2 behandlar en real beskattning av en viss typ av indexlån (reallån). För företag, som är låntagare, spelar avskrivningsreglerna därvid en avsevärd roll för storleken av de risker, som sammanhänger med penningvärdeosäkerhet och upplåningsform. Detta avsnitt behandlar därför även frågan om införandet av ett realt avskrivningssystem med avskrivningar på ett indexreglerat avskrivningsunderlag.

I det avslutande avsnittet — avsnitt 3 — behandlas en real beskattning av såväl indexlån som penninglån. I detta sammanhang behandlas också några problem förknippade med en real kapitalvinstbeskattning utformad så, att nominala kapitalvinster, vilka endast ger ett oförändrat realt värde åt det ursprungliga kapitalet, ej blir föremål för beskattning.

1. Nominalistisk beskattning och värdesäkring

1.1 Det aktuella rättsläget

Som närmare visas i kap. 8 innebär det nuvarande rättsläget en viss osäkerhet angående reglerna för indexlåns beskattning. Rättsläget kan i korthet beskrivas så, att låntagare erhåller avdrag

för indextillägg och långivare beskattas för indextillägg som inkomst av kapital vid *inlösen* av indexlån. I princip är således indextillägg jämställt med ränta. Men beskattningen av indextillägg kan helt eller delvis undgås från långivarens sida, eftersom indextillägg vid *försäljning* av indexlån torde kunna beskattas endast som intäkt av rörelse eller som realisationsvinst. Vid icke yrkesmässig avyttring av en indexobligation, som innehafts mer än fem år, blir sålunda innehavaren inte beskattad för indextillägg som upplupit under innehavstiden. Om indexobligationen avyttras till ett skattefritt subjekt blir inte heller det indextillägg, som av låntagaren utbetalas vid lånets inlösen, föremål för inkomstbeskattning. I ett sådant fall kommer alltså indextillägget helt att undgå beskattning.

Detta rättsläge är såväl ur skattemässiga som ekonomiska synpunkter otillfredsställande. Då reciprocitetsprincipen är satt ur spel genom att den för låntagaren avdragsgilla kostnaden inte nödvändigtvis blir skattepliktig inkomst för långivaren uppstår möjligheter till skatteflykt. Det kan här räcka med att peka på att en och samma person samtidigt kan uppträda som både låntagare och långivare.

Dessa verkningar kan också försvåra indexlånemarknadens funktionssätt. Genom den kraftiga subvention, som den asymmetriska beskattningen innebär, borde det för såväl långivare som låntagare föreligga en tendens att övergå till indexlån. En långivare kommer vid 6 % ränta på penninglån, 50 % marginalskattesats och en förväntad prisstegring på 3 % att föredra indexlån till räntesatser omedelbart ovanför 0 %, om indextillägg ej blir föremål för beskattning. Den nominala avkastningen efter skatt på penninglånet blir 3 %, vilket vid en årlig prisstegring av samma storlek motsvarar en real avkastning av ca 0 %. En låntagare bör dock under samma förutsättningar vara beredd att betala upp till 3 % ränta på ett indexlån, om indextillägg utgör avdragsgill kostnad. Med dessa antaganden är indexlån med räntesatser mellan 0 % och 3 % fördelaktigare än penninglån för såväl låntagare som långivare genom den skattesubventionering som bristen på reciprocitet i beskattningen medför.

Anledningen till att dessa skatteflyktsmöjligheter inte utnyttjats torde sammanhänga med den osäkerhet som föreligger beträffande rättsläget. Det är troligt att tendenser till spekulation av angivet slag skulle följas av ändringar i beskattningsreglerna.

1.2 Nominalistisk beskattning

För att undvika de i föregående avsnitt behandlade effekterna torde det bli nödvändigt att vidta ändringar i gällande beskattningsregler. En konsekvent tillämpning av såväl den nominalistiska beskattningsprincipen som reciprocitetsprincipen innebär att indextillägg alltid beskattas som intäkt av kapital (i den mån inte beskattning skall ske som intäkt av rörelse). Vid försäljning eller inlösen av indexlån måste därför en uppdelning ske i indextillägg, som beskattas som intäkt av kapital, samt övrig vinst, som beskattas enligt reglerna för realisationsvinstbeskattning.

Det kan här vara av intresse att jämföra den nominalistiska beskattningens verkningar med avseende på värdesäkringen för penninglån, indexlån och aktier, allt sett ur en placerares synpunkt.

Den reala avkastningen på ett penninglån följer helt variationerna i penningvärdet, oberoende av skattesatsens höjd. För indexlånen gäller däremot att variationerna i real avkastning minskar i jämförelse med penninglånen. Ju stör-

re inflationen blir desto lägre blir den reala avkastningen efter skatt på ett indexlån genom att ett större indextillägg tas till beskattning. Vid mycket höga skattesatser utgör skatten en så stor del av indextillägget, att den reala avkastningen efter skatt varierar nästan lika mycket som vid penninglån. Skattefria långivare erhåller däremot en helt säker real avkastning. Vad som avses med uttrycket »real avkastning» framgår av avsnitt 1.4.

I den mån värdet på aktier följer förändringarna i den allmänna prisnivån, är den reala avkastningen på aktier i stort sett säker. Graden av säkerhet blir oberoende av skattesatsens höjd, om försäljning sker efter den tidpunkt då kapitalvinster är skattefria.

Vid en nominalistisk beskattning kan indexlån inte ge mer än partiell minskning av osäkerheten om framtida reala avkastningar. Den kvarstående osäkerheten är dock mindre än vad som gäller för penninglån. Indexlån kan förefalla ogynnsamma i förhållande till aktier, då den del av en värdestegring på ett indexlån, som enbart är nominal och ger ett oförändrat realt värde åt kapitalet, blir föremål för kapitalinkomstbeskattning, medan den reala värdestegringen endast beskattas som realisationsvinst med åtföljande total skattefrihet efter fem år. För aktier gäller att hela vinsten blir skattefri efter samma tid. En konsekvent nominalistisk beskattning och en tillämpning av nuvarande regler för beskattning av realisationsvinst leder för indexlån till det mot själva värdesäkringstanken stridande resultatet, att rent nominala vinster beskattas, medan reala vinster kan bli skattefria. Å andra sidan kan aktier innehålla så många andra slag av risktaganden, att indexlån — trots skattereglerna — kan komma att betraktas som den totalt säkrare placeringsformen av de två.

1.3 Avskrivning på anskaffningskostnad och låntagarrisker

En nominalistisk princip för skattemässiga avskrivningar innebär att ingen hänsyn tas till de värdeförändringar, som realkapitalet kan undergå vid allmänna förändringar i prisnivån, eftersom avskrivningar tillåtes endast på den ursprungliga anskaffningskostnaden. Detta innebär att ett företag vid en inflationistisk utveckling, som ökar intäkterna, blir beskattat för rent fiktiva vinster, eftersom avskrivningsunderlaget är nominalt oförändrat (men realt sjunkande). Vid en allmänt förväntad inflation kan företagen visserligen kompenseras för detta genom att avskrivningar får göras innan dessa är tekniskt-ekonomiskt motiverade. Ur avkastningssynpunkt kan det således för ett företag vara likvärdigt om avskrivningarna beräknas på anskaffningskostnaden men verkställes under en kortare avskrivningsperiod än som motsvarar tillgångens ekonomiska livslängd eller om avskrivningarna baseras på något slag av nuvärde men sker enligt en avskrivningsplan, som följer realkapitalets förslitning och värdeminskning.

Däremot kan naturligtvis inte avskrivningar på anskaffningskostnad ge samma *säkerhet* som avskrivningar efter en princip, som tar hänsyn till realkapitalets aktuella värde. En större inflation än förväntat kan sålunda vid avskrivningar på anskaffningskostnaden medföra att fiktiva vinster beskattas, medan en mindre prisstegring än förväntat kan ge skattefrihet för reala vinster.

Det har i olika sammanhang riktats kritik mot det nuvarande systemet med avskrivningar på anskaffningskostnaden samtidigt som man uppställt krav på avskrivningar enligt något slag av nuvärdemetod. Det är därför av intresse att närmare diskutera hur företagets situation utvecklas under förutsättning

av nominalistisk beskattning vid upplåning i penninglån respektive indexlån.

Som utgångspunkt för den följande diskussionen antas att företagets totala intäkter i stort sett följer den allmänna prisnivån, dvs. att det reala värdet av bruttovinsten är oberoende av inflationsgraden. Det nominala värdet av avskrivningarna är konstant, varför det reala värdet sjunker med penningvärdet. Ökningen av den reala skattebelastningen för företaget blir därvid proportionell mot skattesats och inflation. Men en kraftigare prisökning än förväntat kommer också att leda till minskade reala kapitalkostnader. För penninglån är den nominala kapitalkostnaden ständigt oförändrad, medan den reala varierar omvänt med prisindex. För ett indexlån som beskattas nominalistiskt, dvs. indextillägg betraktas som avdragsgill kostnad för låntagarna, kommer värdet av den skattelindring, som avdragsrätten medför, att vara proportionell mot skattesatsens och inflationens storlek.

Minskningen av det reala avskrivningsunderlaget vid en inflation, som är större än förväntat, kommer således vid en nominalistisk beskattning av indexlån att kompenseras av en ökning av den avdragsgilla kostnaden för indextillägg.

En liknande situation föreligger även vid en mindre inflation än förväntat (eller vid stigande penningvärde), eftersom den avdragsgilla kapitalkostnaden visserligen minskar, medan det reala värdet av de skattemässiga avskrivningarna samtidigt ökar. Under gynnsamma betingelser kan således kombinationen nominalistisk beskattning av indexlån och avskrivningsregler baserade på anskaffningsvärden ge en avsevärt minskad osäkerhet vid upplåning i indexlån.

Man kan också anlägga följande betraktelsesätt på riskproblemet. Indextillägget bör med ett realt betraktelsesätt uppfattas som en amortering. På samma sätt kan en del av räntan på penninglån betraktas som en real amortering. I ett realt skattesystem skulle således denna del betraktas som icke avdragsgill kapitalkostnad vid beskattningen. Men å andra sidan skulle i ett system med reala avskrivningar hänsyn tas till det nominalt ökade värdet av avskrivningsunderlaget. I stället för att få göra ett avdrag på grundval av det nominalt ökade men realt oförändrade avskrivningsunderlaget medges i det nominalistiska systemet avdrag på ett nominalt oförändrat men realt minskat avskrivningsunderlag samtidigt som indextillägget utgör avdragsgill kostnad, ehuru det med ett realt betraktelsesätt är att anse som en amortering. Resultatet blir detsamma som vid en real beskattning. Indexlån med nominalistisk beskattning fungerar således tillfredsställande för de låntagare, som har ett skattemässigt avskrivningsunderlag.

Ovanstående slutsatser framgår också av följande exempel och tabell 7:1. För att undvika de svårigheter beträffande periodiseringen, som uppstår vid fleråriga investeringar, utgår exemplet från ett företag som i början av ett år anskaffar ett varulager som försäljes vid årets slut. Det antas att varulagret inköpes för 100 000 kr. och att lagret oberoende av förändringar i penningvärdet efter ett år kan avyttras för 103 000 kr. räknat i det ursprungliga penningvärdet. Räntan på penninglån är 6 % och på indexlån 3 %. Räntedifferensen motsvarar sålunda en förväntad allmän prisstegring på 3 %. Varulagret finansieras med upplånat kapital (80 000 kr.) och eget kapital (20 000 kr.). Vid beräkning av avkastning på eget kapital har utgångspunkten varit att det egna kapitalets nominala värde skall följa prisindex och vara realt oförändrat. Med dessa förutsättningar kommer avkastning på eget kapital och skattepliktig vinst att överensstämma endast om stabil prisnivå föreligger. I andra fall kom-

Tabell 7:1

Prissteg-ring under året	Inköps-pris	Försälj-ningspris	Främmande kapital samt ränta och indextillägg		Eget kapital	Vinst före avskrivning		Vinst efter avskrivning		Avkastning på eget kapital före skatt, kr.	
			Penninglån 6 %	Indexlån 3 %		Penning-lån	Index-lån	Penning-lån	Index-lån	Penning-lån	Index-lån
0 %	100 000	103 000	80 000	+4 800	80 000 +2 400	20 000	98 200	100 600	—1 800	+ 600	—1 800	+600
3 %	100 000	106 090	80 000	+4 800	80 000 +2 400 +2 472	20 600	101 290	101 218	+1 290	+1 218	+ 690	+618
6 %	100 000	109 180	80 000	+4 800	80 000 +2 400 +4 944	21 200	104 380	101 836	+4 380	+1 836	+3 180	+636

mer den del av det egna kapitalets ökning, som egentligen endast är en nominal värdestegring, att bli föremål för beskattning. En helt säker avkastning inträffar dock i det fall att hela lagret finansieras med indexlån. Därvid motsvarar det avdragsgilla indextillägget helt den värdeökning för varulagret som kompenserar prisnivåförändringen. Det bör också observeras att upplåning i penninglån i detta fall kan leda till kraftigt varierande avkastningar, med förlustmöjligheter i det fall prisnivåutvecklingen blir lägre än förväntat.

Som en sammanfattning av ovanstående diskussion kan sägas, att om indexlån beskattas enligt den nominalistiska principen uppnås inte fullständig värdesäkring för långivarna (och för låntagare utan skattemässigt avskrivningsunderlag). För låntagare med avskrivningsmöjligheter reduceras avkastningens variationer, då de avdragsgilla indextilläggen kompenseras av att avskrivningarna baseras på anskaffningskostnaden.

1.4 Prisbildningen

Beskattningens inverkan på prisbildningen kan vara av stor betydelse för indexlånemarknadens funktionssätt och olika gruppers intresse för indexlån i förhållande till penninglån. Beskattningens verkningar på räntedifferensen mellan indexlån och penninglån skall därför studeras.

För att en långivare eller låntagare skall betrakta indexlån och penninglån som ungefär likvärdiga för placeringar eller som upplåningsform, fordras att den förväntade reala avkastningen efter skatt eller den förväntade reala kostnaden efter skatt är densamma för de båda upplåningsformerna. Vissa differenser i förväntad avkastning eller kostnad kan dock accepteras, om den ena låneformen kan betraktas som säkrare än den andra.

För penninglån gäller att den reala avkastningen efter skatt utgöres av den nominala räntan minskad med marginalskatten på denna och slutligen ytterligare minskad med den procentuella prishöjningen. För ett indexlån utgöres den reala avkastningen efter skatt av realräntan ökad med den procentuella prishöjning, som svarar mot indextillägget, men sedan minskad med marginalskatten på summa ränta och indextillägg och slutligen ytterligare minskad med den procentuella prishöjningen. (Se Appendix till detta kap.) En nominalränta på 6 % ger alltså efter skatt en nominalavkastning på 3 % vid 50 % marginalskatt. Den reala avkastningen blir 1 % om prishöjningen är 2 %. Ett indexlån måste, för att ge samma reala avkastning, ha en räntesats på 4 %. Vid denna räntesats erhålles en nominal avkastning före skatt på (4+2) 6 %, dvs. densamma som för penninglånet. Efter skatt blir den nominala avkastningen 3 % och den reala avkastningen 1 % under förutsättning att marginalskatt och prishöjning liksom tidigare antas vara 50 % resp. 2 %. Helt allmänt gäller vid en nominalistisk beskattning av såväl penninglån som indexlån att räntedifferensen i stort sett är oberoende av skattesatsen och att villkoret för att långivare och låntagare skall finna indexlån och penninglån likvärdiga är att räntedifferensen ungefär motsvarar den förväntade prisstegringen.

1.5 Beskattningens periodisering

Den ovan angivna slutsatsen behöver dock något modifieras när hänsyn tas till fördelningen över tiden av indextilläggens beskattning.

Två huvudprinciper är härvid aktuella: antingen beskattas indextillägget omedelbart, även om det endast är upplupet men icke förfallet till betalning, eller också sker beskattningen först för det år då utbetalningen äger rum. Ur ekonomiska synpunkter kan de olika beskattningsprinciperna ge något skiljaktiga resultat och påverka prisrelationerna mellan indexlån och penninglån.

För låntagarna är det en fördel att få göra de skattemässiga avdragen så tidigt som möjligt och därmed erhålla en räntevinst motsvarande avkastningen på den skattekredit som uppkommer genom att avdrag medges för upplupna men icke utbetalade indextillägg. Dessutom vinnes en jämnare vinstutveckling.

För långivarna föreligger ingen entydighet beträffande vilken av metoderna som är att föredra. Mot en beskattning av upplupna indextillägg talar den omständigheten, att detta alternativ kan medföra likviditetssvårigheter och ökade risker för långivaren, som har att betala skatt för ännu icke realiserade inkomster. En beskattning enligt kontantprincipen kan å andra sidan innebära att de utbetalade indextilläggen till följd av skatteprogressiviteten beskattas efter en högre skattesats eller att schablonavdragen vid kapitalinkomstbeskattningen ej kan årligen utnyttjas. För en beskattning av utbetalade indextillägg talar dock att långivaren vid oförändrade eller sänkta skattesatser kommer att göra en räntevinst jämfört med beskattning av upplupna indextillägg. Nuvärdet av en skatteskuld blir mindre ju längre avståndet är till betalningstidpunkten. Långivare, som har relativt begränsade förmögenheter placerade i indexlån och för vilka utbetalningen av ett låns indextillägg inte påverkar marginalskattesatsen, bör således föredra beskattning av utbetalade indextillägg, framförallt med hänsyn till likviditets- och risksynpunkter. Räntevinsten kan elimineras genom att prisbildningen på indexlån tar hänsyn till

beskattningens effekter på avkastningen; se Appendix till detta kap.

Den undersökning av gällande rätt, som presenteras i kap. 8, visar att en asymmetrisk princip i vissa fall kan komma att tillämpas vid indexlånens beskattning: låntagarna medges avdrag för upplupna indextillägg, medan långivarna beskattas enligt kontantprincipen. Detta innebär, att den för låntagarna fördelaktigaste beskattningsmetoden användes, om långivarna finner de båda metoderna i stort sett likvärdiga. Den räntedifferens, som uppstår i en marknad, blir då mindre än vad som motsvaras av förväntade penningvärdeförändringar. Detta kan också uttryckas så, att indexlånemarknaden erhåller en statlig subvention genom den skattekredit, som låntagarna medges.

1.6 Beskattning av vinstandelslån

Ett problem, som utförligt behandlas i nästa kapitel, gäller tillämpningen av en nominalistisk skatteprincip på vinstandelslån och därmed jämförliga typer av indexlån. Svårigheten är här att dra en gräns mellan indexlån reglerade med en index och lån reglerade med tal som hänför sig till ett företags vinstutveckling. I det senare fallet torde lånen få betraktas som mycket närstående aktier, varför det kan bli nödvändigt att tillämpa samma beskattningsregler som för aktieutdelning för att förhindra olika former av skatteflykt och ersättande av aktier med vinstandelslån (participating debentures). För övriga indexlån bör däremot den nominalistiska beskattningsprincipen kunna tillämpas konsekvent. Enda villkoret är, att tillförlitliga data föreligger för att taxeringsmyndigheterna skall kunna skilja indextillägg från ränta och kapitalvinster.

En dubbelbeskattning, som medför att låntagarna inte medges avdrag för indextillägg på vinstandelslån, kan göra denna låneform förhållandevis dyr i jämförelse med penninglån eller sådana egentliga indexlån, för vilka reciprocitetsprincipen tillämpas. Denna beskattning kan dock vara nödvändig för att förhindra att indextillägg (utdelning) på vinstandelslån behandlas gynnsammare ur skattesynpunkt än utdelning på aktier. Gränsen mellan vinstandelslån samt indexlån, som genomgående behandlas enligt reciprocitetsprincipen, bör lämpligen läggas så, att till den sistnämnda kategorin räknas alla lån baserade på en prisindex, vars utveckling ej är hänförbar till företagets vinstutveckling eller företagets egna beslut och som baseras på en eller flera priser, noterade i en marknad eller på en varubörs.

1.7 Värdesäkringsavdrag

I tidigare avsnitt har visats, att den nominalistiska beskattningen i första hand är ogynnsam för långivarna, för vilka osäkerheten i real avkastning vid placering i indexlån blir beroende av marginalskattesatsen och prisnivåns förändringar. Beträffande låntagarna framgick det, att risksituationen vid kombinationen nominalistisk beskattning och avskrivningar på anskaffningskostnad kan behandlas ungefär som om indexlån beskattades efter reala principer.

En stor del av diskussionen kring behovet av värdesäkrade finansiella kontrakt har gällt innehavare av mindre förmögenheter. För dessa är aktieplaceringar med spridning över tillräckligt många aktier för att uppnå en utjämning av riskerna inte alltid möjlig, varför behovet av indexlån bör vara starkast hos denna förmögenhetskategori.

En möjlighet till högre grad av värdesäkring för långivarna är, att indextillägg göres skattefria för en begränsad

förmögenhet. Varje år fastställes ett högsta tillåtet värdesäkringsavdrag. Detta avdrag får endast avdras från intäkt av indextillägg. Målet kan vara att värdesäkra antingen en viss nominal förmögenhet eller en viss real förmögenhet. I det första fallet bestämmes högsta tillåtna värdesäkringsavdraget som den under året inträffade prisstegringen i procent multiplicerad med den nominala förmögenhet som önskas värdesäkrad. I det andra fallet får värdesäkringsavdraget i stället baseras på en indexreglerad förmögenhet.

Ett system med värdesäkringsavdrag kan dock medföra vissa effekter på prisbildningen. Om den förmögenhet, som skall värdesäkras, är ganska begränsad (exempelvis 10 000 kr. för ensamstående och 20 000 kr. för äkta makar), ger indexlån låga kapitalkostnader för de första låntagarna, då huvuddelen av placerarna erhåller skattefria indextillägg medan låntagarna får göra avdrag för indextilläggen i sin helhet. Detta innebär att räntedifferensen mellan indexlån och penninglån kan göras större än som motsvarar den förväntade prisnivåförändringen.

Med ett annat betraktelsesätt kan sägas, att staten via en skatteförmån subventionerar indexlånen i introduktionsstadiet. För att få till stånd en indexlånemarknad kan alltså införandet av värdesäkringsavdrag vara en tänkbar metod. Efter introduktionen och när allt fler långivare har indexlån till belopp överstigande den begränsade förmögenhet, som man avser att värdesäkra, sjunker räntedifferensen genom att skattesubventionen försvinner. Men även i detta mera utbyggda stadium kan låntagarna i första hand vända sig till placerare som inte alls eller endast delvis börjat utnyttja dem tillkommande värdesäkringsavdrag.

Tidigare har två principer för indextilläggens beskattning behandlats: beskattning av upplupna indextillägg samt beskattning av kontant utbetalade indextillägg. Vid tillämpning av den första metoden kan värdesäkringsavdraget visserligen utnyttjas varje år, men denna metod innebär beskattning av en icke realiserad inkomst och kan därför medföra likviditetssvårigheter. Vid tillämpning av den andra metoden kan det för visst år fastställda värdesäkringsavdraget utnyttjas endast om indextillägg under samma år utbetalas. För indexlån med kapitaliserade indextillägg, som utbetalas först vid lånetidens utgång, innebär detta att värdesäkringsavdragen inte kommer att fylla sin avsedda funktion. Båda metoderna är således förknippade med nackdelar.

För att lösa detta dilemma kan man tänka sig att tillämpa en metod med *balanserade värdesäkringsavdrag*. Denna metod innebär i korthet att icke utnyttjade värdesäkringsavdrag balanseras och tillgodoföres den skattskyldige för det eller de beskattningsår då indextillägg utbetalas.

Värdesäkringsavdraget har närmast avsetts för lån reglerade med en allmän konsumtionsprisindex, medan innehavare av andra indexlån ej skulle erhålla denna förmån. Motiven för begränsningen kan vara dels av marknadspolitisk art, dels av taxeringsteknisk natur. Då syftet i första hand är att ge en garanti mot allmänna prisnivåförändringar, är det rimligt att förmånen knytes till just den lånetyp som baseras på en allmän prisnivåindex. Detta underlättar också det taxeringsmässiga arbetet vid beräkningen av värdesäkringsavdragets storlek.

2. *Real beskattning*

2.1 Den reala principen

Det nuvarande skattesystemet är genomgående grundat på en nominalistisk

princip. Definitionerna av kapital, kapitalinkomst och kapitalvinst sker enligt ett nominalistiskt betraktelsesätt. Inkomstskatteskalorna är baserade på i nominala belopp fixerade inkomster.

Syftet med indexlån är att minska den osäkerhet, som kan föreligga i samband med finansiella kontrakt. Därvid bör undersökas huruvida olika institutionella system, som grundar sig på nominalistiska principer — exempelvis beskattningsregler och hyresreglering — kan omformas i en real riktning. En närmare analys visar, att det finns ett samband mellan värdesäkringen av finansiella kontrakt och en real utformning av de ovan nämnda systemen. För att indexlån skall ge en efter skatt säker real avkastning fordras att dessa beskattas efter en real princip. I ett föregående kapitel, där bostadsfinansiering med indexlån behandlats, visas att införandet av indexlån kan fordra en liknande omläggning av hyresregleringskalkyler eller sålunda att man även i detta hänseende tillämpar en real i stället för en nominalistisk princip. Med indexlån har här i första hand avsetts lån reglerade med en allmän konsumtionsprisindex. Dessa lån benämnes även *reallån.*

Utgångspunkten för en diskussion av en real beskattning måste vara att flertalet skattesubjekt har en *real värdering* av inkomster, avkastning och vinster samt att en allmän konsumtionsprisindex, exempelvis konsumentprisindex, är en god mätare på vad subjekten uppfattar som penningvärdeförändringar. Med en beskattning utformad efter reala principer vinnes då en minskad osäkerhet om (det reala) värdet av framtida skatteförpliktelser.

I detta sammanhang är beskattningen av kapitalinkomster och kapitalvinster av intresse. En real beskattning i dessa avseenden innebär, att endast real avkastning och real vinst blir föremål för beskattning. För en låntagare uppdelas återbetalade belopp på real kapitalåterbetalning samt real kapitalkostnad, för vilken avdragsrätt gäller.

En real beskattningsprincip kräver även, att de skattemässiga avskrivningarna för låntagare baseras på en real kalkyl. Avskrivningar reglerade med samma index som tillämpas vid avgränsningen mellan kapital och kapitalutgifter skulle också bättre överensstämma med avskrivningar på något slags nuvärde än med avskrivningar på en nominalt oförändrad anskaffningskostnad.

Om en allmän konsumtionsprisindex av flertalet skattesubjekt uppfattas som en god mätare av penningvärdets förändringar, kan ett skattesystem baserat på denna index sägas fungera som om penningvärdet hela tiden var konstant. Med indexlån och en genomgående real beskattning (inklusive förändringar av hyresregleringen i real riktning) inträder således samma läge som vid oförändrad prisnivå och nominalistisk beskattning.

2.2 Beskattning av reallån

En konsekvent real uppdelning mellan kapital och kapitalintäkt för *alla* slag av finansiella kontrakt innebär en genomgripande omvandling av det nuvarande skattesystemet. Samtidigt måste helt nya beräkningsförfaranden införas. Det är därför motiverat att till en början undersöka hur en real beskattning enbart av indexlån reglerade med konsumentprisindex skulle gestalta sig och vilka effekter en sådan särbeskattning kan ha, bland annat på prisbildningen. Motiven för att just *en* lånetyp — reallån — utväljes är att regleringsindex för denna är den index som bäst svarar

mot det reala betraktelsesättet, samtidigt som särskiljandet av kapital (inklusive indextillägg) och kapitalintäkt inte torde medföra några större problem. För övriga låneformer skulle således den nominalistiska beskattningen bibehållas.

Om målet i fråga om reallån är att ge långivarna en säker real avkastning efter skatt, måste indextillägget betraktas som kapitalåterbetalning och därigenom bli skattefritt. Genomförandet av en real beskattning måste med hänsyn till reciprocitetsprincipen även gälla låntagare. Indextillägg kommer således att bli en icke avdragsgill kostnad. Följdriktigt kräves också att indexavdrag (vid sjunkande index) utgör en icke avdragsgill kostnad för långivare och en icke skattepliktig intäkt för låntagare.

Av särskilt intresse vid en real beskattning av indexlån är att studera dels hur *prisbildningen* påverkas, dels hur låntagarnas *risksituation* ter sig vid olika alternativ beträffande avskrivningssystemets utformning. Förutsättningen är därvid att alla andra låneformer än reallån beskattas enligt en nominalistisk princip.

2.3 Prisbildningen

Som tidigare framhållits utgöres den reala avkastningen efter skatt på ett penninglån av den nominala avkastningen efter skatt minskat med penningvärdeförsämringen. För ett reallån gäller att den reala avkastningen efter skatt utgöres av räntan minskad med skatten på denna. Detta innebär att ett skattesubjekt kommer att finna en placering i reallån eller penninglån likvärdig, om räntedifferensen mellan de två lånetyperna motsvarar den förväntade prisnivåförändringen dividerad med ett tal som anger den behållna andelen efter skatt (se Appendix). Valet mellan reallån och penninglån blir således beroende av såväl den förväntade prisnivåförändringen som den marginalskattesats subjektet har.

Detta kan visas med några enkla exempel. Ett subjekt, som med säkerhet väntar sig en årlig prisstegring av 3 %, har att välja mellan två placerings- eller upplåningsalternativ: ett penninglån med räntesatsen 5 % och ett reallån med räntesatsen 2 %. Om kalkylen baseras på skattesatsen 0 %, är den reala avkastningen på de två placeringsformerna densamma eller 2 %. Utgår man i stället från en marginell skattesats på 50 %, blir penninglånets reala avkastning efter skatt —0,5 % (hälften av 5 % minus 3 % prisnivåhöjning) medan reallånets reala avkastning blir 1 % (hälften av 2 %). För att subjektet i detta fall skall finna de två låneformerna likvärdiga, måste räntedifferensen öka från 3 % till 6 %. Om penninglåneräntan ligger vid 6 %, kan reallån för skattesubjekt med en skattesats av 50 % vara likvärdiga med penninglån, om reallåneräntan ligger vid 0 %. Vid en högre reallåneränta kommer reallån att vara förmånligare än penninglån för långivare med de angivna skattesatserna. Låntagarna kommer i stället att välja penninglån som en billigare upplåningsform.

Den räntedifferens, som föreligger i marknaden, kommer således att innehålla ett skattemoment. Differensens storlek blir beroende av vilka subjekt, som dominerar prisbildningen. Utan att gå närmare in på konsekvenserna för penningpolitiken kan här framhållas, att en skattemässig särbehandling av indexlån måste bli ett starkt irrationellt inslag i en dubbel kreditmarknad. Visserligen kan skattefaktorns inverkan på räntedifferensen delvis undanskymmas av olika placerares variationer i uppfattningen om den förväntade prisstegringen. Men den offentliga räntepolitiken måste ta hänsyn till beskattningsförhållandena och kommer därigenom att indirekt bestämma vilka subjekt som blir benägna till placeringar eller upplåning i form av indexlån.

I fråga om låntagarsidan kan den

uppdelas i två huvudkategorier: dels skattefria låntagare, såsom stat, kommuner och i praktiken även vissa bostadsföretag, dels företag med skattesatser kring ca 50 %. Detta innebär att den senare gruppen kan kräva en dubbelt så stor räntedifferens som den förra för att föredra reallån framför penninglån. Reallån kommer i första hand att te sig förmånliga för skattefria låntagare, medan de skattefria långivarna eller placerare med låga skattesatser föredrar penninglån.

Det antas nu att endast *staten* får emittera realt beskattade indexlån, samt att räntesatsen på dessa lån avväges så, att skattesubjekt med 40 % marginalskatt kommer att erhålla samma reala avkastning på penninglån och indexlån, om penninglåneräntan är 6 % och den allmänt förväntade prisstegringen uppgår till 3 %. Räntan på realt beskattade indexlån blir då 1 %. Under de angivna förutsättningarna kommer indexlån att bli särskilt begärliga för placerare med skattesatser över 40 %. Den reala avkastningen efter skatt på indexlån kommer nämligen för sådana skattesubjekt att bli större än motsvarande avkastning på penninglån och kommer differensen i avkastning att öka med skattesatsens höjd. Däremot kommer subjekt med skattesatser under 40 % — om förväntningarna även hos dessa subjekt sammanfaller med eller kretsar kring de allmänna prisstegringsförväntningarna — att finna penninglån fördelaktigare än indexlån, eftersom den reala avkastningen efter skatt blir större vid penninglån än vid indexlån. Dessutom kommer differensen i avkastning för dessa subjekt att öka ju lägre skattesatsen är.

Visserligen är det ovan angivna exemplet godtyckligt valt, men av exemplet framgår dock att man kan förvänta att det i första hand blir subjekten med de höga skattesatserna, som kommer att förvärva indexlån, medan subjekten med de låga skattesatserna blir mera benägna att placera i penninglån. Om indexlån fritt får överlåtas, är det också troligt att subjekt med höga skattesatser kommer att söka förvärva sådana indexlån som ursprungligen kan ha inköpts av subjekt med låga skattesatser. En följd av detta blir att kursen på indexlån stiger och att realräntan sålunda sjunker.

Valet mellan penninglån och indexlån kommer alltså att bestämmas inte endast av de agerande subjektens prisnivåförväntningar utan också av deras marginalskattesatser. Härigenom kommer prisbildningen (räntan) på indexlån att utsättas för vissa irrationella inslag, varvid ett visst godtycke knappast torde kunna undvikas. På grund av vad sålunda anförts torde det bli nödvändigt att införa vissa begränsningar i rätten att förvärva realt beskattade indexlån, om endast staten får emittera sådana lån. Om rätten att inköpa realt beskattade indexlån maximeras för varje subjekt och om dessa lån sedermera inte får överlåtas skulle samtliga hushåll oberoende av sina skatteförhållanden kunna förse åtminstone en del av sina placeringar med indexklausul. Härigenom undvikes de mycket låga realräntor i förhållande till penningräntan, som kan antas uppkomma vid en fri prisbildning.

2.4 Kreditinstitutens beskattning

En särbeskattning av indexlån medför komplikationer även i samband med kreditinstitutens beskattning. Enligt gällande beskattningsregler kommer indexlån liksom penninglån att i banker beskattas som omsättningstillgångar, vilket innebär att alla nominala inkomster hänföres till intäkt av rörelse och att

förluster betraktas som driftförluster. Eftersom olika beskattningsregler tillämpas för reallån å ena sidan och övriga låneformer å andra sidan hos långivare och låntagare utanför banksystemet samt räntedifferensen är bestämd av de marginella placerarnas och låntagarnas skattesatser, kan ett direkt sammanbrott för en dubbel kreditmarknad och en allvarlig statsfinansiell belastning uppstå.

Det är enklast att redovisa dessa komplikationer med utgångspunkt från ett exempel. Antag att den i allmänhet förväntade indexhöjningen är 3 %, och att marknadens räntedifferens bestämts så, att reallån och penninglån är likvärdiga för placerare och låntagare med skattesatser kring 50 %.

Den räntedifferens, som ger den antagna jämvikten, är ca 6 %. Dessutom antas att penninglåneräntan ligger kring 7 % och reallåneräntan kring 1 %. Med denna räntedifferens lönar det sig för en bank att låna upp mot en reallåneränta på 1 % och 3 % förväntat avdragsgillt indextillägg (med en total nominal kostnad av 4 %) samt att låna ut mot en penninglåneränta på 7 %. Bankerna arbetar i detta fall med en räntemarginal på 3 %.

Det är troligt att denna marginal sänkes och att räntedifferensen mellan penninglån och reallån minskar i banksystemet. Detta kan snedvrida kreditmarknadens funktionssätt och innebär dessutom en väsentlig statlig subventionering av reallånen på samma sätt som om indextillägg var avdragsgilla hos låntagare men ej beskattades hos långivare. Den del av penninglåneräntan, som svarar mot ett indextillägg, är ju avdragsgill kapitalkostnad. Genom bankens förmedling »förvandlas» penninglånet till ett reallån med icke skattepliktiga indextillägg.

Det är sålunda möjligt för låntagarna att utnyttja banksystemet för att erhålla lägre räntesatser på penninglån än vad marknaden utanför banksystemet kan erbjuda. Motsvarande möjligheter att nå högre avkastning på reallån kan också uppstå för långivarna. För två parter på kreditmarknaden är det lönsamt att förmedla ett lån via en bank i stället för att direkt sluta ett avtal om lån. Beskattningsreglerna kan också utnyttjas så, att samma skattesubjekt placerar medel på indexkonto (med skattefria indextillägg) och lånar upp motsvarande belopp i penninglån (med avdragsrätt för hela den nominala räntan). Även om detta slag av spekulationer kan begränsas av kreditinstitutens motstånd mot en alltför olikartad sammansättning av in- och utlåningsbalanser, är det uppenbart att en svårbemästrad marknadssituation uppstår och att möjligheter till skatteflykt föreligger.

En teknisk möjlighet att undvika en sådan snedvridning av marknadens funktionssätt är att särbehandla indextilläggen vid bankernas beskattning. Om indextillägg inte behandlas som skattemässig intäkt eller kostnad för en bank, beskäres möjligheterna att sluta avtal via en bank. Men inte heller i detta fall erhålles en fullständig neutralitet gentemot den prisbildning, som uppstår vid direkta kontakter utanför banksystemet mellan marknadsparterna. Även bankernas skattesatser och handlande kommer att påverka räntedifferensen. I fortsättningen antas att reallånen även hos bankerna behandlas enligt en real beskattningsprincip.

Om marknadens räntedifferens är baserad på en skattesats, som är lägre än bankernas, har dessa ett direkt intresse av att låna ut mot reallån och ha inlåning på nominala räkningar. Antag att räntorna i marknaden är 1 % för reallån och 6 % för penninglån. Skattesubjekt med 40 % marginalskatt finner

vid denna räntedifferens (5 %) och 3 % förväntad prisstegring penninglån och reallån likvärdiga. Ingen hänsyn tas i exemplet till behovet av räntemarginaler. Om bankerna har 50 % marginalskatt lönar det sig för dessa att låna ut mot reallån, som ger en skattepliktig intäkt på 1 % men en totalt förväntad intäkt på 4 % (indextillägget beskattas ej), samt att låna upp i penninglån med 6 % ränta. Hela denna ränta är avdragsgill. I beskattningshänseende uppkommer en förlust på 5 % och efter skatt på 2,5 %. Men denna senare förlust är mindre än den icke beskattade intäkten av indextillägg, som i detta exempel antagits bli 3 %. Transaktioner av detta slag måste dock antas bli förhållandevis begränsade. Dels har bankerna aversion mot olika klausuler på inlånings- och utlåningssidan och dels uppkommer en skattemässig förlust, som måste kunna avdras från vinsten av andra transaktioner. Om räntedifferensen i marknaden i stället varit baserad på en marginalskattesats som är högre än bankernas — vilket dock är föga troligt — hade det varit lönande för banken att låna upp i reallån och låna ut i penninglån.

Vilken metod som än användes vid bankernas beskattning kommer störande moment in i prisbildningen, även om dessa blir avsevärt mindre i det fall att reallånen även hos bankerna behandlas enligt real metod. Det uppstår dock vissa redovisningstekniska problem i anledning av att reallånen på detta sätt utbrytes från bankernas övriga tillgångar och skulder.

Som en sammanfattning kan sägas att penningpolitiska och skattemässiga hänsyn talar emot den samtidiga förekomsten av två olika beskattningsprinciper, av vilka den ena är förbehållen en typ av lån, reallån, och den andra gäller för samtliga övriga låneformer.

2.5 Avskrivningsprinciper och real beskattning av indexlån

För ett företag, som upptar ett reallån, är den reala räntekostnaden säker med det skattealternativ, som innebär att indextillägg ej utgör avdragsgill kapitalkostnad. Det måste här understrykas att det förhållandet, att indextillägget ej får avdras, inte behöver försätta låntagaren i en ogynnsammare situation än om avdrag beviljades. Den vid real beskattning förlorade avdragsrätten kan nämligen antas bli kompenserad genom en i motsvarande mån lägre räntesats.

Vid ett bibehållande av skattemässiga avskrivningar på anskaffningskostnaden kan emellertid indexlån med real beskattning ställa sig ogynnsammare ur risksynpunkt än penninglån. Som tidigare framhållits kan avskrivningar på anskaffningskostnad ta viss hänsyn till *förväntad* inflation, genom att de skattemässiga avskrivningarnas periodisering göres gynnsam.

Däremot tar detta system ingen hänsyn till de *icke förväntade* variationer i penningvärdeutvecklingen, som kan inträffa.

Företag, som lånar upp mot indexlån, kommer således att vara osäkra om förhållandet mellan kapitalskuldens storlek och motsvarande avskrivningsunderlag. För att minska denna osäkerhet kan en *real* princip vid avskrivningen tillämpas.

Den avskrivningsprincip, som i kombination med indexlån och real beskattning av dessa ger den största reduktionen av prisnivåosäkerhetens verkningar på den förväntade reala vinstutvecklingen, är en *indexvärdemetod*. Denna metod innebär, att avskrivningsunderlaget följer de förändringar i konsumtionsprisnivån, som kan avläsas medelst en allmän prisnivåindex. Hänsyn tas således vid denna metod inte till den

individuella prisutveckling, som kan gälla för olika kapitalföremål. Men även vid stabilitet i den allmänna prisnivån förekommer sådana individuella variationer. Indexvärdemetoden kan sägas återföra avskrivningarna till den nivå och de risker som skulle ha förelegat, om den allmänna prisnivån verkligen varit stabil.

För ett företag med reallån och med indexvärdemetoden för avskrivningar är den reala, redovisade vinsten opåverkad av inflationens verkan på kapitalutgifterna. Antag att amorteringar på reallån och skattemässiga avskrivningar helt följer varandra under en med lånetiden sammanfallande avskrivningsperiod. Visserligen kommer en inflation att leda till ökade nominala kapitalutgifter till följd av indextillägg, som inte är avdragsgilla, men samtidigt kommer det nominala värdet av avskrivningarna att ökas i samma takt.

Om upplåningen däremot skett i penninglån, kommer risksituationen inte att bli lika gynnsam. De nominala kapitalkostnaderna efter skatt är oberoende av inflationen, men det reala värdet varierar. En större inflation än förväntat ger lägre reala kapitalkostnader, medan en lägre inflation än förväntat ökar dessa kostnader. Vinstens reala värde kommer att variera i motsatt riktning.

Ur risksynpunkt blir således indexvärdemetoden gynnsammast för låntagare med reallån, medan risksituationen för låntagare med penninglån kan undergå en försämring.

En övergång från avskrivningar på historiska värden till avskrivningar på indexvärden innebär med i övrigt oförändrade avskrivningsregler en förbättrad avkastning vid en fortgående inflation, genom att ett större totalt belopp får avskrivas. Detta gäller oberoende av belåningsform. Men de nuvarande avskrivningsreglerna och särskilt den s. k. räkenskapsenliga avskrivningen har bland annat motiverats med att den gynnsamma periodiseringen av avskrivningarna i tider av fallande penningvärde skulle utgöra en kompensation för att avskrivningarna inte får ske på nuvärdet. Indexvärdemetoden kan därför aktualisera frågan om en förändring av reglerna för avskrivningarnas fördelning i tiden. En lägre procentsats än nuvarande 30 % kan användas vid räkenskapsenlig avskrivning. Avskrivningsperioderna vid planenlig avskrivning kan i en del fall utsträckas för att komma i bättre överensstämmelse med kapitalföremålens ekonomiska livslängd.

Eftersom avskrivningar enligt annan princip än den nominalistiska blev föremål för en viss diskussion inom företagsbeskattningskommittén, är det av intresse att något beröra argumentationen för och emot olika slags avskrivningsprinciper. Företagsbeskattningskommittén anför bland annat följande.[1]

»Det ligger i sakens natur att avskrivningsregler, som innebär en periodisering av den historiska anskaffningskostnaden, i tider med fallande penningvärde medför, att det sammanlagda beloppet av gjorda avskrivningar inte svarar mot kostnaden för ett återanskaffande av en med den avskrivna maskinen likvärdig sådan. Det kan således göras gällande att i ett läge som det nyss antydda en viss förtäring av företagets kapital genom beskattningen äger rum. Från dessa utgångspunkter har också från näringslivets sida vid skilda tillfällen gjorts gällande att man borde få grunda avskrivningarna inte på det historiska anskaffningsvärdet utan på maskinens nuvärde vid varje avskrivningstillfälle. Då reglerna inte varit så utformade har ett särskilt värde tillerkänts den fria avskrivningsrätten därutinnan att densamma teoretiskt möjliggjort en omedelbar och fullständig avskrivning, vilket alltså skett i det aktuella nuvärdet.»

[1] Betänkande med förslag till ändrad företagsbeskattning, SOU 1954:19, sid. 133.

Kommittén avvisar dock avskrivningar på nuvärde bland annat med motiveringen »att någon enhetlig uppfattning inte råder om det teoretiskt riktiga i en avskrivning på nuvärdet. Det hävdas nämligen att något godtagbart resultat inte uppnås om man isolerat beaktar prisförändringarna för allenast en post i balansräkningen. En förlust på tillgångssidan sammanhängande med en nedgång i penningvärdet kan mycket väl ur företagets synpunkt vara kompenserad genom en vinst på passivsidans skulder. Det sagda exemplifieras lättast om man tänker sig att en maskin helt finansierats med lånade medel och de mot avskrivningarna svarande beloppen skall användas för amorteringar å lånet. Skulle man i ett sådant läge medge avskrivning på nuvärdet, innebar detta endast att man tillförde företaget en vinst lika stor som den förlust, vilken långivaren åsamkas. Resultatet är sålunda beroende av i vilken utsträckning företaget arbetar med lånat kapital».[1]

Antag att ett företag har lånat upp i indexlån samt att real beskattning och avskrivningar på indexvärden tillämpas. Om avskrivningar och amorteringar följes åt och alla priser utvecklas parallellt kommer paritet att föreligga mellan återstående kapitalskuld och det skattemässiga restvärdet.

Om företaget i stället hade haft sin upplåning i penninglån hade visserligen kapitalskulden varit mindre än det indexreglerade avskrivningsunderlaget. Men samtidigt hade låntagaren fått betala en ränta på penninglån, som överstigit indexlåneräntan. Företagets totala kapitalutgifter kan således vid realiserade förväntningar bli desamma för penninglån som för indexlån. Med detta betraktelsesätt är det teoretiskt riktiga i nuvärde- (eller indexvärde-) metoden inte beroende av den använda upplåningsformen.

Det bör framhållas att avskrivningar på indexvärde inte ger exakt samma resultat som avskrivningar på nuvärde eller på återanskaffningskostnad, om dessa senare metoder dessutom syftar till att eliminera en del av sådana »företagarrisker», som är förknippade med fluktuationer i produktpriser eller realkapitalets värde kring den allmänna prisnivåutvecklingen. Det som uppnås är, att avskrivningssystemet fungerar som om den genomsnittliga prisnivån var konstant.

Ovan har indexvärdemetoden för avskrivningar diskuterats oberoende av upplåningsform. Det torde knappast vara möjligt att begränsa indexvärdemetoden för avskrivningar endast till sådana fall då låntagaren lånar upp i reallån. Förutom bevisnings- och tekniska svårigheter talar även marknadsskäl mot en sådan uppdelning. En uppdelning skulle nämligen i princip ge samma effekt som om indextilläggen var avdragsgilla, då avskrivningsunderlaget får höjas med samma belopp som utgående indextillägg. Resultatet blir en kraftig subvention av kreditmarknaden till enbart indexlånens fördel med åtföljande snedvridning av marknadens funktionssätt (jämför avsnitt 2.3 och 2.4).

Beträffande den praktiska utformningen av indexvärdemetoden såvitt gäller avskrivning på maskiner och byggnader hänvisas till bilaga 1.

3. Real beskattning av samtliga låneformer

3.1 Inledning

En särbeskattning av indexlån reglerade med en allmän konsumtionsprisindex kan ur penningpolitisk synpunkt bli ganska svårbemästrad samtidigt som

[1] SOU 1954:19, sid. 134.

möjligheter föreligger till olika transaktioner i syfte att undgå beskattning. Detta sammanhänger med att två skilda beskattningsprinciper samtidigt tillämpas. En lång rad av de störningar på prisbildningen, som därigenom uppstår, skulle elimineras om en real princip genomgående kunde tillämpas vid beskattningen. Ett första steg mot en sådan mer omfattande real beskattning har diskuterats i tidigare avsnitt om avskrivningar enligt indexvärdemetoden.

Det är i detta sammanhang framför allt två problem som aktualiseras, nämligen frågorna om en real beskattning av kapitalinkomster och av kapitalvinster (realisationsvinster). Det måste framhållas att ett genomförande av reformer i denna riktning inte direkt nödvändiggöres av indexlåns införande på kreditmarknaden. En omläggning av skattesystemet i real riktning kan väsentligt bidra till att minska penningvärderiskerna för *samtliga* låneformer och sålunda även för penninglån.

I fråga om en real beskattning av samtliga låneformer kan sammanfattningsvis anföras följande.

När det gäller att åstadkomma en värdesäker placerings- och upplåningsform står indexlån i centrum för intresset. Om indexlånen skall kunna uppfylla sitt huvudsyfte att oavsett lånetidens längd utgöra värdesäkra kontrakt, torde detta syfte kunna förverkligas endast genom att dessa lån behandlas enligt en real beskattningsmetod och att indextillägg sålunda varken beskattas hos långivaren eller medges till avdrag hos låntagaren. Om man uteslutande tar sikte på att åstadkomma en låneform, som är oberoende av såväl penningvärdets förändringar som inverkan genom beskattningen, skulle det i och för sig vara tillräckligt om man för indexlånens del frångår den nominalistiska principen och tillämpar en real beskattningsmetod. Den föregående framställningen har emellertid visat, att ett realt inslag i ett beskattningssystem, som i övrigt vilar på nominalistisk grund, kommer att ge upphov till åtskilliga komplikationer och därjämte öppna möjligheter till skatteflykt. Med hänsyn härtill kommer man fram till den uppfattningen, att endast en real beskattning av samtliga låneformer är det alternativ som återstår, om man vill såväl tillgodose kravet på värdesäkerhet hos indexlånen som undvika de icke önskvärda verkningarna av den samtidiga förekomsten av två helt skilda beskattningsprinciper.

Emellertid kommer en allmän real beskattningsmetod att medföra så många problem, inte minst av skatteteknisk art, att en sådan metod i varje fall inte utan ytterligare ingående undersökningar kan tänkas bli införd i skattesystemet. Det har ändock ansetts önskvärt att utröna de möjligheter, som kunde finnas att åstadkomma en real beskattning av såväl penninglån som indexlån och att i detta syfte skissera några principlösningar. Undersökningen återges i bilaga 1.

I det nu föreliggande kapitlet kommer endast att lämnas en mycket kortfattad översikt på vad sätt en real beskattning av kapitalinkomster och kapitalvinster i princip synes böra anordnas.

Ett mycket viktigt, kanske avgörande hinder för ett *isolerat* genomförande av real beskattning i Sverige är att det därmed skulle uppkomma möjligheter att genom lånetransaktioner med utländska subjekt göra skattevinster, som är helt analoga med dem som skulle uppkomma vid samtidig förekomst av nominalt och realt beskattade indexlån (se kap. 9.2).

Vid isolerad övergång till real beskattning i Sverige skulle den inhemska räntenivån sjunka, absolut sett och i för-

hållande till utlandets. För att motverka den tendens till snedvridning av de internationella kapitalrörelserna, som därigenom skulle uppkomma, borde som första åtgärd ifrågakomma en föreskrift att en här i riket bosatt långivare får realbeskattas, endast om låntagaren också är bosatt här i riket; som korrelat till denna regel finge gälla att en här i riket bosatt låntagare skulle få beskattas nominalt, när långivaren är bosatt i utlandet. Därigenom skulle visserligen uppnås, att det relativa ränteläget skulle lämnas intakt för *vissa* skattesubjekt med en låt oss säga »genomsnittlig» skattesats, men för alla övriga subjekt skulle detta icke bli fallet. Sålunda skulle det bli fördelaktigt för subjekt med mer än genomsnittlig marginalskattesats att låna upp utomlands och låna ut i Sverige, medan det för subjekt med mindre än genomsnittlig marginalskattesats skulle bli fördelaktigt att låna upp i Sverige och låna ut utomlands. På detta sätt skulle det alltså bli möjligt att göra skattevinster på precis samma sätt som vid samtidig förekomst av nominalt och realt beskattade indexlån, med den enda skillnaden att utländska subjekt skulle behöva utnyttjas som mellanled.

Med de för närvarande tillämpade restriktionerna på kapitalrörelsernas område torde de påtalade företeelserna dock kunna hållas under någorlunda tillfredsställande kontroll. Är man av den uppfattningen, att en övergång till friare kapitalrörelser bör eftersträvas, reduceras å andra sidan användbarheten av detta kontrollinstrument.

3.2 Real beskattning av kapitalinkomster

Den reala beskattningen av kapitalinkomster baseras på begreppen realt kapital och real kapitalinkomst samt sker med utgångspunkt från en allmän prisnivåindex. För indexlån reglerade med denna index — reallån — blir indextillägg skattefria för långivare, då de utgör en real kapitalåterbetalning. I konsekvens härmed blir indextilläggen icke avdragsgilla för låntagaren. Vid beskattning av penninglån betraktas den del av penningräntan, som svarar mot under året inträffad prisstegring enligt ovan angivna index, som real amortering och är således varken skattepliktig inkomst hos långivaren eller avdragsgill kostnad hos låntagaren.

Analoga regler skall gälla för andra indexlån än reallån. Summan av ränta och indextillägg uppdelas i två delar, varefter den del, som svarar mot prisstegringen enligt en allmän prisnivåindex, betraktas som kapitalåterbetalning, medan återstoden utgör skattepliktig inkomst av kapital resp. avdragsgill kapitalkostnad.

En real beskattning minskar väsentligt den osäkerhet i real avkastning och real kostnad, som föreligger vid nominalistisk beskattning. Denna riskreduktion gäller för samtliga låneformer. Genom tillämpningen av en enhetlig beskattningsprincip förenklas också den penningpolitiska problematiken. Räntedifferenserna mellan olika låneformer blir oberoende av marknadssubjektens skattesatser. Olika lånetransaktioner i syfte att undgå beskattning är ej heller möjliga.

En real beskattning av samtliga kapitalinkomster fordrar dock att några väsentliga beräkningstekniska problem kan lösas. I detta avseende hänvisas till bilaga 1.

Mot en real beskattning av kapitalinkomster kan invändas att denna metod vid fallande penningvärde leder till sänkt beskattning i förhållande till ett nominalistiskt system, i vilket även rent nominala kapitalinkomster blir föremål för beskattning. Om det nominalistiska systemet skulle kunna sägas fungera

som ett slags förmögenhetsbeskattning med en efter penningvärdeförändringarna varierande skattesats, kan dock den skatteminskande effekten av en real kapitalinkomstbeskattning kompenseras genom en ändrad förmögenhetsbeskattning.

3.3 Real beskattning av kapitalvinster

Om kapitalinkomster blir föremål för real beskattning är det naturligt att tillämpa ett realt betraktelsesätt även beträffande beskattningen av kapitalvinster (realisationsvinster). Genom en real beskattning av kapitalvinster kommer en placerare i högre grad än vid nominalistisk beskattning att kunna vara säker på att få behålla ett realt oförändrat kapital. Även om skattesystemet i övrigt får behålla sin nominalistiska karaktär kan sålunda en real beskattning av kapitalvinster vara motiverad ur risksynpunkt. I vad mån en real metod i beskattningshänseende kommer att ställa sig gynnsammare än en nominalistisk metod är bland annat beroende av huruvida de nuvarande avtrappningsreglerna och tidsfristerna för beskattning av realisationsvinst skall förbli oförändrade eller inte.

Med utgångspunkt från att en allmän prisnivåindex utgör en god mätare av penningvärdets förändringar bör beräkningen av den reala vinsten i princip tillgå på det sättet, att inköpspriset med hjälp av denna index omvandlas i det penningvärde, som gäller vid försäljningstillfället. Skillnaden mellan försäljningspriset och det »indexreglerade» inköpspriset kommer då att utgöra real vinst.

Om endast reala vinster skall beskattas, finns det anledning att även i övrigt göra en översyn av gällande regler för beräkning och beskattning av realisationsvinst. Likaså kan det diskuteras, om inte avdrag för real förlust bör medges även om kvittning inte kan ske mot real vinst.

Beträffande den närmare utformningen av en real kapitalvinstbeskattning och de problem, som i samband härmed inställer sig hänvisas ånyo till bilaga 1.

Appendix

Beskattningens betydelse för index- och penninglåns avkastning och riskegenskaper

Den diskussion av indexlåns och penninglåns inbördes risk- och avkastningsegenskaper, som fördes i avdelning I av detta betänkande, utgick från att indexlån (i varje fall när de utgjordes av obegränsade reallån) har en egenskap som på ett avgörande sätt skiljer dem från penninglån, nämligen att erbjuda en realt säker avkastning. Penninglån antogs för alla subjekt ha den egenskapen, att deras reala avkastning endast beror av förhållandet mellan nominalränta och prisstegringstakt. Analysen i kapitel 7 visar, att dessa förutsättningar inte gäller när hänsyn tas till att kapitalinkomster är föremål för beskattning och att inkomster för vissa skattesubjekt beskattas enligt en progressiv skatteskala.

Beskattas indexlån enligt nominalistiska principer, varvid indextillägg i skattehänseende jämställes med ränta, gäller valet två placeringsformer, som båda — ehuru i olika grad — är osäkra med avseende på den reala avkastningens höjd. Särbehandlas indexlån i skattehänseende och beskattas enligt en real princip, betyder det att olika skattevillkor råder vid placeringar i index- resp. penninglån, varför kalkylen har att ta hänsyn till skattefaktorn. Inte heller ett helt realt skattesystem, som närmare diskuteras i bilaga 1 till detta betänkande, är neutralt i detta avseende,

Matematiskt samband mellan	Penninglån		Indexlån	
	Nominalistisk beskattning	Real beskattning	Nominalistisk beskattning	Real beskattning
nominell ränta och eff. real ränta efter skatt	$_r\bar{E}_m = \frac{(1-s)a_m - p}{1+p}$	$_r\bar{E}_m = \frac{(1-s)(a_m-p)}{1+p}$	$_r\bar{E}_r = (1-s)a_r - \frac{sp}{1+p}$	$_r\bar{E}_r = (1-s)a_r$
eff. real ränta före och efter skatt	$_r\bar{E}_m = (1-s)\,{}_rE_m - \frac{sp}{1+p}$	$_r\bar{E}_m = (1-s)\,{}_rE_m$	$_r\bar{E}_r = (1-s)\,{}_rE_r - \frac{sp}{1+p}$	$_r\bar{E}_r = (1-s)\,{}_rE_r$

eftersom en real beskattning av penninglån reducerar osäkerheten om den disponibla avkastningens storlek i reala termer (sett i förhållande till såväl en nominalistisk beskattning som det helt skattefria fallet).

I detta appendix ges en sammanfattande översikt över de skillnader i ovan berörda avseenden, som olika skattelösningar erbjuder. Det sker i form av en analys av konsekvenserna för kreditmarknadsparternas valsituation. Analysen har därför även anknytning till de resonemang som sedermera föres i avdelning III om indexlånemarknadens funktionssätt.

Såsom bakgrund till de följande resonemangen återges nedan de formella samband, som uttrycker penning- och indexlåns effektiva avkastning vid de olika alternativen för beskattningsreglernas utformning. Lånens effektiva avkastning *efter* skatt betecknas därvid $_r\bar{E}_m$ resp. $_r\bar{E}_r$ (medan samma avkastning *före* skatt representeras av symbolerna $_rE_m$ och $_rE_r$). Den i kalkylen ingående skattesatsen betecknas 100 s %, den nominella räntesatsen a_m resp. a_r och prisnivåns årliga stegringstakt liksom tidigare 100 p %. Om möjligheter föreligger att vid beskattning avdra eventuella negativa kapitalinkomster från andra inkomster, erhålles följande relationer för lån, vars kursvärde = lånebeloppet i pengar eller realer = inlösningsvärdet i pengar eller realer (en begränsning som innebär att a_m och a_r representerar de aktuella marknadsräntorna):[1]

Ur den ovanstående sammanställningen kan utläsas, att det enda kalkylfall, där den reala avkastningens storlek efter skatt är oberoende av penningvärdeutvecklingen (och sålunda »säker» i den tidigare angivna meningen), är indexlån beskattade enligt reala principer. Indexlån beskattade efter nominalistiska principer medför en osäkerhet om den reala avkastningens höjd (bortsett från eventuell ovisshet om *skattefaktorns* framtida storlek), som ändras med storleken av faktorn (s), dvs. den marginella skattesatsen. Vid penninglån innebär ett hänsynstagande till beskattningen i det nominalistiska fallet ingen ökad osäkerhet om den reala avkastningens höjd (ehuru avkastningen givetvis reduceras). En real beskattning av penninglån innebär däremot, att spridningen av de reala avkastningsförväntningarna minskas. Denna reduktion av osäkerheten växer med skattefaktorns storlek.

En mycket väsentlig reservation bör dock fogas till dessa resonemang. För låntagare, vars skattepliktiga inkomst

[1] För härledning av uttrycken i tablån: se Sven-Erik Johansson, Penninglån och reallån. Stockholm 1959 (appendix).

avgörs först sedan avdrag gjorts för avskrivning av anskaffningskostnaden för realkapitalföremål och där avskrivningsunderlaget motsvarar summan av ursprunglig låneskuld och det egna kapitalet, fungerar nominalt beskattade indexlån på samma sätt som om real beskattning av indexlån *och* reala avskrivningsprinciper tillämpades. Detta gäller riskaspekten (upplåningskostnaden bestäms av skattesatsen). I låntagarens totala kalkyl, som avser den reala vinstens storlek efter skatt, erhåller nominalt beskattade indexlån samma egenskaper ur risksynpunkt som ett realt beskattat indexlån, när avskrivningar på ett indexreglerat nuvärde tillåts.

En uppfattning om rådande samband erhålles av följande numeriska exempel, där den effektiva reala avkastningen efter skatt beräknats för penning- resp. indexlån under de olika förutsättningar beträffande skattereglernas utformning som tidigare nämnts.

Effektiv real avkastning efter skatt

	Penninglån						Indexlån					
Nominell räntesats	6 %						3 %					
	Nominalistisk beskattning			Real beskattning			Nominalistisk beskattning			Real beskattning		
Skattesats, %	0	50	80	0	50	80	0	50	80	0	50	80
Prisstegring % per år	Effektiv real räntefot efter skatt, %											
1	5	2	+0,2	5	2,5	1,0	3	1	—0,2	3	1,5	0,6
3	2,9	0	—1,7	2,9	1,5	0,6	3	—0	—1,7	3	1.5	0,6
5	1	—2	—3,6	1	0,5	0,2	3	—0,9	—3,2	3	1,5	0,6

(För att nå entydiga jämförelsetal har beräkningarna grundats på antagandet, att beskattningen av indextilläggen sker årligen. Uppskjutes beskattningsåtgärderna till den tidpunkt, då indextilläggen utbetalas, t. ex. inlösningstidpunkten, blir avkastningen beroende av lånets löptid. Någon betydelse för resonemanget har denna omständighet dock ej, eftersom den endast innebär en ökning av den förväntade avkastningens storlek och inte påverkar avkastningsförväntningarnas spridning.)

Av de olika beskattningsmöjligheterna för penning- och indexlån kan följande kombinationer förekomma.

1) *Nominalistiska principer gäller för båda låneformerna.* Skattefaktorn påverkar ej spridningen av avkastningsförväntningarna för penninglån medan indexlånens egenskap av värdesäkra kontrakt begränsas. Denna effekt växer med skattesatsens storlek, så att indexlånen för placerare med mycket höga skattesatser närmast antar karaktären av penninglån, medan subjekt med låga skattesatser fortfarande har en relativt god värdesäkring. Detta kan också uttryckas så, att indexlånen ur risksynpunkt fungerar på samma sätt som om indexklausulen vore partiell och endast avsåg en del av lånebeloppet.

Den individuelle placerarens attityd till de två låneformernas inbördes riskegenskaper kommer således att i väsentlig utsträckning bestämmas av hans skatteförhållanden. Indifferensvillkoret är — med bortseende från riskfaktorn — att räntedifferensen motsvarar den förväntade prisnivåförändringen. Subjekt med höga marginella skattesatser kan dock knappast antas vilja acceptera någon ytterligare reduktion av indexlånets avkastning i utbyte mot den mycket ringa riskreduktion, som uppnås genom placering i indexlån. För subjekt med mycket låga skattesatser bör

dock en tillräcklig grad av värdesäkerhet kvarstå hos indexlånen för att dessa subjekt skall kunna medge en större räntedifferens. I förhållande till det skattefria fallet innebär således en beskattning av indextilläggen en dämpning av efterfrågan på dylika lån, vilken dock till sin omfattning blir beroende av hur skatteförhållandena gestaltar sig för de på marknaden agerande subjekten.

För låntagare utan avskrivningsbara tillgångar bör i stort sett samma resonemang gälla. Låntagare med skattemässigt avskrivningsunderlag har däremot mindre anledning att tillvita nominalt beskattade indexlån sämre riskegenskaper än om reala beskattningsprinciper rådde, som ovan betonats. Den närmare innebörden av dessa olika beteenden hos långivare resp. vissa låntagare berörs längre fram under avdelning III.

Ytterligare ett par konsekvenser för valsituationen av indextilläggens beskattning bör beröras. Såsom framgår av kapitel 8 är det förenat med betydande svårigheter att ordna långivarnas beskattning på annat sätt än enligt kontantprincipen; indextilläggen måste således beskattas vid den tidpunkt då de utbetalas. Om det är fråga om lån med kapitaliserat indextillägg, som utbetalas vid lånets inlösen eller erhålles vid försäljningstillfället, innebär detta en koncentration av beskattningen till ett inkomstår. Subjekt, som innehar indexlån i sådan omfattning, att indextilläggens utbetalning innebär en betydande inkomstökning och därmed en skärpning av den marginella beskattningen, får därför anledning att revidera sina avkastningsförväntningar nedåt. I de fall, där ett varje år taxerat indextillägg helt eller delvis skulle ha fritagits från beskattning genom det s. k. schablonavdraget för kapitalinkomster, kan skatteskärpningen bli betydande. I förhållande till penninglån, vars avkastning fortlöpande beskattas, erhåller indexlån således i dessa fall ogynnsammare skatteförhållanden. Å andra sidan bör erinras om att den på detta sätt uppskjutna beskattningen ökar lånets effektiva avkastning efter skatt på sätt som närmare beskrivits i kapitel 7. Än mer väsentligt kan dock vara, att ytterligare en osäkerhetsfaktor kommer att ingå i kalkylen för samtliga subjekt, eftersom det vid långsiktiga placeringar kan föreligga svårigheter att bilda sig en säker uppfattning om skatteförhållandena vid den tidpunkt, då indextilläggen utbetalas och blir föremål för beskattning.

Dessa konsekvenser av tidpunkten för indextilläggens beskattning bör jämföras med dem, som för vissa kategorier låntagare uppstår till följd av att kontantprincipen inte behöver upprätthållas i de fall, där inkomsten beräknas enligt bokföringsmässiga grunder. Avdrag kan här erhållas för upplupet indextillägg även om detta inte utbetalas under beskattningsåret. Låntagaren får med andra ord ett likviditetstillskott, som motsvaras av den varje år erhållna skattelindringen. Eftersom detta likviditetstillskott av låntagaren måste värderas positivt, innebär det en reduktion av indexlånets räntekostnader. Den räntedifferens, till vilken låntagaren ställer sig indifferent i valet mellan penning- och indexlån, bör därför vara mindre än motsvarande indifferensvillkor för långivarna, särskilt om de sistnämnda uppfattar indexlån såsom ur beskattningssynpunkt missgynnade i förhållande till penninglån.

I sammanställningen nedan ges ett exempel på avkastningseffekten av olika periodiseringsprinciper vid indextilläggens beskattning.

Real effektiv avkastning efter skatt i procent vid olika periodiseringsprinciper

Indexlånet antas ha räntesatsen 3 %. Marginalskattesatsen är 50 %.

	Real avkastning i procent[1]			
	Beskattning av upplupna indextillägg	Beskattning av utbetalade indextillägg		
Lånets löptid: (i år)	—	1	10	20
Prissteg-ringens storlek (i procent per år)				
0	1,5	1,5	1,5	1,5
3	0,0	0,0	0,2	0,4
6	—1,5	—1,5	—0,8	—0,3

[1] Beräkningen av effektiva räntan efter skatt ($_r\bar{E}_r$) har här skett ur uttrycket

$$\sum_{t=1}^{n} (1-s)a_r\ (1+\ _r\bar{E}_r)^{-t} + \left\{1-s\left[1-(1+p)^{-n}\right]\right\}(1+\ _r\bar{E}_r)^{-n} = 1$$

där 100 s % betecknar skattesatsen, 100 a_r % räntesatsen för reallånet, t = samtliga tidpunkter fr.o.m. 1 t.o.m. n, n = lånets löptid i år, samt 100 p % betecknar genomsnittlig prisstegring per år. Källa: Sven-Erik Johansson, Penninglån och reallån. Stockholm 1959. Samma restriktioner gäller för detta uttryck som för sambanden på sid. 220.

Tabellen visar att den effektiva avkastningen efter skatt på ett indexlån med given räntesats ökar, ju längre fram i tiden skattebetalningen sker men minskar ju kraftigare prisstegringen blir. Ur låntagarsynpunkt innebär detta, att den effektiva kostnaden efter skatt ökar med längre låneperiod men minskar med högre grad av inflation.

Dessa förhållanden påverkar ränteändrat lika stor inflation i framtiden satserna. Vid förväntningar om en oförkommer räntesatserna att variera för indexlån med skilda löptider. Om en prisstegring av 3 % är den allmänt förväntade kommer ett indexlån eller en bankräkning, för vilka upplupna indextillägg beskattas årligen, att med en räntesats på 3 % ge samma avkastning efter skatt som ett penninglån med 6 % ränta. Men ett indexlån med 10 resp. 20 års löptid kan för ett skattesubjekt med marginalskattesatsen 50 % ha räntesatser på c:a 2,6 % resp. 2,2 % och i båda fallen ge samma reala avkastning efter skatt eller 0 %. Prisbildningen kommer således vid tillämpning av metoden med beskattning av utbetalade indextillägg att påverkas av beskattningen på följande sätt: räntedifferensen mellan penninglån och indexlån kommer att bero på dels den förväntade indexförändringen, dels indexlånens löptider, dels de för marknadsparterna relevanta skattesatserna.

För långivare med låga skattesatser blir skillnaden i avkastning på lån med olika löptider men med samma räntesats förhållandevis obetydlig, medan de skattebetingade differenserna kan vara avsevärda för långivare med höga skattesatser. Det är troligt att låntagarnas skattesatser kommer att uppvisa en mindre grad av spridning än långivarnas. Låntagarna utgöres till stor del av företag med en proportionell vinstbeskattning eller av skattefria subjekt som stat och kommuner. Hit kan också räknas vissa bostadsföretag som till följd av beskattningsreglernas utformning inte blir beskattade för inkomst.

2) *Nominalistisk beskattning av penninglån, real beskattning av indexlån.* Vid detta skattealternativ sker ingen förändring av de båda låneformernas riskegenskaper i förhållande till det skattefria fallet. Däremot måste, såsom i kapitel 7 påpekats, deras avkastningsegenskaper förändras. Skattefrihet för indextilläggen innebär, att indexlån vid fallande penningvärde erhåller en skattemässig favör i förhållande till penninglån (medan motsatsen inträffar vid stigande penningvärde). Villkoret för det enskilda subjektets indifferens mel-

lan de två låneformerna kommer således att innehålla en skattefaktor, som motsvaras av den marginella skattesats, varmed ränteinkomsterna förväntas bli beskattade. Indifferensvillkoret blir därvid ($_r\bar{E}_m$ = effektiv real avkastning på penninglån efter skatt, $_r\bar{E}_r$ = effektiv real avkastning på reallån efter skatt, 100 p = förväntad årlig prisförändring i %, 100 s skattesats i %. 100 a_m = ränta på penninglån i %, 100 a_r = ränta på reallån i %):

$$_r\bar{E}_m - {}_r\bar{E}_r = \frac{(1-s)\,a_m - p}{(1+p)} + \\ + (1-s)\,a_r = 0$$

vilket ger:

$$a_m - (1+p)\,a_r = \frac{p}{(1-s)}$$

eller om p är relativt liten:

$$a_m - a_r = \frac{p}{(1-s)}$$

Källa för uttrycken för effektiv avkastning: Sven-Erik Johansson, Penninglån och reallån. Samma restriktioner gäller för dessa uttryck som för sambanden på sid. 220.

Ovanstående betyder, att skillnaden mellan penning- och realräntan — när skattesatsen överstiger noll — måste vara större än den förväntade prisstegringen (eller prisfallet). Vid skattesatsen 50 % blir den dubbelt så stor som den förväntade prisförändringstakten och vid 80 % fem gånger så stor, medan räntedifferensen vid skattesatsen 20 % endast behöver vara 1,25 gånger så stor som prisförändringen.

I detta sammanhang bör det vidare erinras om att beskattningsalternativets neutralitet med avseende på penning- och indexlåns inbördes *risk*egenskaper förutsätter en sådan förändring av reglerna för realkapitalföremåls skattemässiga avskrivning, att ett realt moment av samma omfattning som frånvaron av avdragsrätt för indextillägg införes i företagens beskattning. I annat fall torde indexlån av företagen betraktas som en avsevärt mera riskfylld upplåningsform än penninglån.

3) *Real beskattning av både penning- och indexlån.* Under förutsättning att beskattningen av penninglån kan ordnas på sådant sätt, att föremål för beskattning endast blir den del av penningräntan som utgör real avkastning (och sålunda inte är att betrakta som kompensation för penningvärdets förändringar), föres genom detta skattealternativ index- och penninglån avsevärt närmare varandra ifråga om möjligheterna att bereda skydd mot penningvärderisker. Realt beskattade penninglån kommer således att alltmera antaga karaktären av ett indexlån ju högre skattesats, som tillämpas i kalkylen.

I och med att de båda låneformerna beskattas enligt likartade regler sker ingen förändring med avseende på den förväntade avkastningens inbördes storlek, sett i förhållande till det skattefria fallet. Med bortseende från riskfaktorn är indifferensvillkoret således, att räntedifferensen motsvarar den förväntade prisstegringen. Däremot måste valsituationen påverkas av att osäkerheten om penninglåns reala avkastning efter skatt reducerats. Subjekt med höga skattesatser kommer således att betrakta penninglån såsom ur risksynpunkt i stort sett likställda med indexlån. Även här kommer alltså den relativa prisbildningen att bli beroende av marknadssubjektens skatteförhållanden. Under alla förhållanden måste en övergång till real beskattning även för penninglån reducera efterfrågan på indexlån i förhållande till såväl det skattealternativ, där endast indexlån blir föremål för en real beskattning, som det skattefria fallet.

KAPITEL 8

Nominalistisk beskattning av indexlån

Inledning

Gällande beskattningssystem grundar sig på en *nominalistisk princip,* enligt vilken »en krona är en krona» oavsett penningvärdeförändringar. Sålunda beskattas en ränteinkomst i princip till hela sitt nominala belopp även om inkomsten kan anses innehålla jämväl viss ersättning för penningvärdeförsämring. På motsvarande sätt beskattas exempelvis en nominal vinst, som inte motsvaras av någon real vinst.

Liksom intäkter vid beskattningen skall upptagas till sitt nominala belopp är samma förhållandet med kostnader. Detta gäller även i fråga om sådana kostnader, som inte får avdragas på en gång utan som fördelas på flera beskattningsår. Sålunda utgår man exempelvis vid avskrivning på maskiner i förvärvskällan rörelse från den ursprungliga (historiska) anskaffningskostnaden. Någon upp -eller nedräkning till följd av höjd resp. sänkt återanskaffningskostnad ifrågakommer alltså inte. Det är sålunda kostnaden vid tidpunkten för inköpet men däremot inte återanskaffningskostnaden vid någon senare tidpunkt som får avdragas.

Vid nominalistisk beskattning av indexlån är det av vikt att den skatterättsliga innebörden av begreppen *indextillägg* och *indexavdrag* blir klargjord. Man torde därvid kunna anlägga följande synpunkter.

Den ränta som vid penninglån betalas av en låntagare kan om man så vill uppdelas i två delar, nämligen dels en ersättning åt långivaren för att han under viss tid avstår och riskerar sitt kapital, dels en ersättning för inträffande penningvärdeförändringar. Eftersom indextillägg är avsett att utgöra kompensation för penningvärdeförsämring under lånetiden kan sålunda indextillägget i beskattningshänseende med fog likställas med en ränteinkomst för långivaren och med en ränteutgift för låntagaren. Vid fallande penningvärde kan man räkna med att räntan på ett indexlån kommer att bli lägre än räntan på ett penninglån. Räntan på ett penninglån kommer sålunda vid ett indexlån att motsvaras av dels en lägre ränta och dels ett till storleken inte känt indextillägg. Även ur denna synpunkt är det befogat att betrakta indextillägget som ränteintäkt resp. räntekostnad.

Om penningvärdet stiger kommer indextillägget att ersättas av ett indexavdrag. Indexavdraget kan sålunda för långivarens del likställas med räntekostnad och för låntagarens del med ränteintäkt. På grund härav bör följdriktigt indexavdrag i form av ränteintäkt för låntagaren redovisas även i sådana förvärvskällor, där ränteintäkter för närvarande inte kan förekomma. Om man bortser från ränta på medel som insatts på skogskonto, vilken ränta vid uttag från kontot redovisas som intäkt av jordbruksfastighet, kan ränteintäkt enligt gällande rätt endast förekomma i förvärvskällorna inkomst av rörelse och

inkomst av kapital. Eftersom indexavdrag för låntagarens del är att jämställa med ränteintäkt samt en låntagare enligt gällande bestämmelser äger göra avdrag för räntekostnader i samtliga förvärvskällor (med viss inskränkning beträffande inkomst av tillfällig förvärvsverksamhet) följer härav att indexavdrag av en låntagare kan komma att redovisas som intäkt i samtliga förvärvskällor. För att möta en situation med stigande penningvärde och indexavdrag torde sålunda vissa ändringar i gällande skattelagstiftning bli erforderliga.

En nominalistisk beskattning av indexlån kommer sålunda i princip att innebära följande: vid fallande penningvärde (stigande index) beskattas indextillägg hos långivaren i förvärvskällorna inkomst av rörelse och inkomst av kapital samt medges till avdrag hos låntagaren i samtliga förvärvskällor; vid stigande penningvärde (fallande index) beskattas indexavdrag hos låntagaren i samtliga förvärvskällor samt medges till avdrag hos långivaren i förvärvskällorna inkomst av rörelse och inkomst av kapital.

1. Rättsfall rörande beskattning av indexlån och innebörden härav

Gällande skattelagstiftning innehåller inga bestämmelser om beskattning av indextillägg eller liknande, av förändringar i penningvärdet föranledda ersättningar. På grund av den hittills ringa förekomsten av lån med indexklausul har frågan om beskattning av dylika lån endast i mycket begränsad omfattning varit föremål för rättslig prövning. Tre utslag i regeringsrätten föreligger dock.

RÅ 1943 ref. 19. Låntagare har vid inkomsttaxering ansetts berättigad till avdrag för belopp, som i samband med låns återbetalning utöver lånets nominella belopp utbetalts på grund av penningvärdets fall under lånetiden.

RÅ 1943 not. Fi 379. Långivaren har samtidigt såsom för inkomst av kapital beskattats för motsvarande ersättning.

Riksskattenämndens meddelande 1953 nr 5:4. Regeringsrätten har förklarat, att vad innehavare av indexreglerade förlagsbevis i ett av Kooperativa förbundet utgivet förlagslån vid lånets *inlösen* kunde komma att uppbära såsom ersättning för penningvärdets fall skulle utgöra skattepliktig intäkt jämväl i det fall att förlagsbevisen innehafts under minst fem år. Däremot har frågan i vad mån skattskyldighet skulle ha förelegat för sådan ersättning, därest förlagsbevisen före inlösningstidpunkten *avyttrats* efter en innehavstid av minst fem år, inte varit föremål för regeringsrättens prövning. Riksskattenämnden hade i sistberörda avseende funnit skatteplikt inte föreligga. I denna del överklagades inte riksskattenämndens förhandsbesked.

Vid bedömandet av innebörden i regeringsrättens ovan refererade avgöranden bör till en början framhållas, att fråga inte i något fall varit om skattskyldig, som drev yrkesmässig handel med värdepapper. Mottagen resp. utgiven kompensation för penningvärdets fall har därför uppenbarligen bedömts som ränteintäkt resp. räntekostnad. Även i det fall att vederbörande skattskyldiga bedrivit yrkesmässig handel med värdepapper skulle ifrågavarande vid lånets inlösen utgående ersättningar ha utgjort skattepliktig intäkt, dock inte intäkt av kapital utan intäkt av rörelse. Sannolikt skulle skatteplikt ha förelegat för ett dylikt företag även om värdehandlingarna försålts före inlösningstillfället till belopp överstigande det skattemässigt bokförda värdet. Med hänsyn till att riksskattenämndens förhandsbesked inte överklagades i sin helhet saknas däremot ett definitivt avgörande beträffande den skattemässiga behandlingen, då en skattskyldig, som inte driver handel med värdepapper,

försäljer indexreglerade värdehandlingar före inlösningstillfället. Om försäljning sker inom fem år från förvärvet torde dock vid försäljningen uppkommen vinst behandlas enligt reglerna för realisationsvinstbeskattning. Däremot finns det skäl anta, att beskattning inte kommer att inträda, om innehavstiden överstiger fem år. Tills vidare står också riksskattenämndens förhandsbesked om att skattefrihet skall föreligga i sistnämnda fall oemotsagt i rättspraxis. Framhållas bör att nämndens ledamöter i detta avseende var eniga samt att vederbörande taxeringsintendent uppenbarligen inte ansåg skäl föreligga att låta även denna fråga bli prövad i högsta instans.

Av regeringsrättens ovan angivna utslag torde i varje fall den slutsatsen kunna dragas, att enligt gällande rätt indextillägg vid inlösen utgör skattepliktig intäkt för långivaren och avdragsgill kostnad för låntagaren.

2. Beskattningsfrågor vid överlåtelse av indexlån

2.1 Beskattning av kapitalvinst enligt gällande rätt

I inledningsavsnittet har framhållits att indextillägg vid nominalistisk beskattning kan likställas med ränteintäkt och att sådan intäkt endast kan förekomma i förvärvskällorna inkomst av rörelse och inkomst av kapital. Indextillägg kan emellertid också betraktas som en nominal värdestegring på ett indexlån. Enligt gällande rätt kan en nominal värdestegring på en värdehandling bli föremål för beskattning: antingen som inkomst av rörelse hos den som driver yrkesmässig handel med värdepapper (bank- eller annan penningrörelse samt försäkringsrörelse) eller som realisationsvinst hos den som inte bedriver sådan verksamhet. På motsvarande sätt bör alltså indextillägg kunna beskattas som inkomst av rörelse eller som realisationsvinst.

Om indextillägg utgör intäkt i förvärvskällan rörelse blir skattskyldigheten vid avyttring av indexlån oberoende av innehavstidens längd och fångets art. I dylika fall bör sålunda en effektiv beskattning inträda.

Däremot uppkommer vissa beskattningsproblem i samband med avyttring av indexlån för det fall att avyttringen inte är att anse som yrkesmässig och sålunda inte ingår som ett led i en av den skattskyldige bedriven rörelse. Man kommer i detta sammanhang in på frågan om beskattning av kapitalvinster.

Enligt gällande rätt utgör vinst å icke yrkesmässig avyttring av fast eller lös egendom i princip skattefri inkomst (kapitalvinst). Om emellertid egendomen förvärvats genom köp, byte eller därmed jämförligt (oneröst) fång och avyttras inom viss kortare tid från förvärvet, hänföres uppkommen vinst till skattepliktig inkomst (realisationsvinst). Anledningen härtill är, att en vinst, som kan antas vara resultatet av en spekulation, ansetts böra bli föremål för beskattning. Därvid presumeras spekulationssyfte föreligga, om avyttring sker inom viss kortare tid från förvärvet. I fråga om lös egendom — vartill bland annat indexreglerade värdehandlingar får anses hänförliga — är denna tid begränsad till »mindre än 5 år». Vidare har det antagits, att ju kortare tid som förflutit mellan förvärv och försäljning desto starkare måste presumtionen för spekulationssyfte vara. Med hänsyn härtill beskattas realisationsvinster efter en reducerande skala. Denna skala innebär, att realisationsvinster beskattas till allt mindre del ju mer femårsperiodens slut närmar sig. Motsvarande regel gäller beträffande avdragsgill realisationsförlust. Har sålunda den avyttrade egen-

domen innehafts under sådan tid att, därest vinst uppstått vid avyttringen, vinsten endast till viss del skulle ha räknats som skattepliktig realisationsvinst, får avdrag åtnjutas endast för däremot svarande del av förlusten. Realisationsvinstbeskattningen drabbar inte en orealiserad värdeökning utan för beskattning fordras i princip, att den skattskyldige genom *avyttring* tillgodofört sig värdestegringen. Med »avyttring» avses inte endast försäljning i vanlig mening utan exempelvis även inlösen eller utlottning av obligationer.

Enligt gällande rätt är sålunda alla kapitalvinster fritagna från inkomstbeskattning, såvida inte förutsättningar för realisationsvinstbeskattning föreligger. Om alltså en värdehandling förvärvats genom ett benefikt fång — exempelvis arv, testamente eller gåva (med visst undantag beträffande gåva av make eller skyldeman) — och därefter avyttras, kommer arvtagaren (testamentstagaren, gåvotagaren), oavsett innehavstidens längd, inte att beskattas för den nominala eller reala värdestegring, som värdehandlingen under innehavstiden undergått. Inte heller kommer en skattskyldig, som efter mer än fem år avyttrar en genom köp, byte eller därmed jämförligt fång förvärvad värdehandling, att beskattas för den nominala eller reala vinst, som i samband med avyttringen kan uppkomma.

2.2 Avyttring av indexlån

Möjligheter till skattefria vinster genom avyttring av indexlån före inlösningstidpunkten

Det kan inte rimligtvis antas, att indexreglerade värdehandlingar enligt gällande rätt skulle i beskattningshänseende behandlas på annat sätt än vanliga värdehandlingar. Med hänsyn härtill torde sålunda ett i samband med avyttring av en indexreglerad värdehandling erhållet indextillägg komma att helt undgå beskattning, såvida inte förutsättningar för dess beskattning som realisationsvinst föreligger.

Enligt denna uppfattning, vars riktighet bestyrkes av riksskattenämndens tidigare berörda förhandsbesked, kan tydligen en skattskyldig — under förutsättning att innehavstiden uppgår till minst fem år eller att fånget är av sådan benefik art som inte kan föranleda till realisationsvinstbeskattning — omedelbart före inlösningstidpunkten avyttra hela sitt innehav av indexreglerade värdehandlingar utan att någon inkomstbeskattning äger rum, medan däremot indextillägget skulle ha beskattats till sitt fulla belopp om värdehandlingarna behållits till inlösningstidpunkten. Ett dylikt beskattningsresultat är uppenbarligen otillfredsställande. Någon svårighet att avyttra värdehandlingarna före inlösningstidpunkten torde i allmänhet inte heller föreligga. Om värdehandlingarna säljes exempelvis till en bank, torde banken såsom för inkomst av rörelse beskattas endast för skillnaden mellan det belopp, varmed värdehandlingarna inlöses, och inköpspriset. Denna skillnad kan vid stigande index antas bli allt mindre ju mer inlösningstidpunkten närmar sig. Härigenom kan alltså indextillägget i praktiken komma att undgå beskattning såväl hos säljaren som hos köparen. En skattskyldig kan också förfara på det sättet, att han avyttrar sina värdehandlingar till ett subjekt, som enligt gällande bestämmelser inte beskattas för inkomst av kapital. Så är exempelvis fallet med landsting, kommuner, vissa stiftelser, m. fl. Genom att en skattskyldig på angivet sätt skattefritt kan tillgodogöra sig indextilläggets fulla värde eller — till följd av att försäljningspriset något understiger inlösningsvärdet — i varje

fall större delen därav, torde fältet vara fritt för spekulativa affärer med indexlån i syfte att undgå beskattning.

Ovan har berörts de mindre önskvärda konsekvenser som kan uppkomma för det fall att indexlån avyttras efter utgången av den för realisationsvinstbeskattning gällande tidsperioden. Om nu i stället reglerna om realisationsvinstbeskattning är tillämpliga och avyttring sålunda inom fem år sker av indexlån, som förvärvats genom oneröst fång, torde enligt gällande rätt beskattning inträda för realisationsvinst, om försäljningspriset överstiger inköpspriset. I detta sammanhang bortses från provisions- och stämpelkostnader ävensom andra omkostnader i samband med förvärvet och avyttringen. Om sålunda exempelvis en indexobligation vid emissionstillfället år 0 köpes för 1 000 kr (index 100) och inom fem år avyttras för 1 200 kr (index 120), varav 200 kr utgör indextillägg, kommer hela indextillägget utan reducering att beskattas som realisationsvinst, men endast under förutsättning att innehavstiden är kortare än två år. Är innehavstiden längre räknas som skattepliktig realisationsvinst endast 75, 50 eller 25 % av indextillägget (= realisationsvinsten). Om indexobligationen enligt lånevillkoren år 5 inlösts med 1 200 kr skulle enligt vad tidigare sagts hela indextillägget 200 kr ha beskattats som inkomst av kapital, om obligationen då innehafts något mer än fem år, medan däremot endast 25 % av 200 kr eller 50 kr skulle ha beskattats som skattepliktig realisationsvinst, om avyttring ägt rum efter en innehavstid av något mindre än fem år. Här kan sålunda en tidsskillnad av endast några dagar medföra helt olika beskattningsresultat. Det anförda är ytterligare ett exempel på de otillfredsställande verkningar i fråga om den skattemässiga behandlingen av indexlån, vartill gällande bestämmelser kan föranleda.

I ovanstående exempel har indexobligationens kurs antagits följa prisnivåindex, vilket medför att realisationsvinsten helt motsvarar indextillägget. Antag emellertid att obligationen under i övrigt enahanda förutsättningar avyttrats för 1 100 kr efter en kortare innehavstid än två år. Enligt gällande regler blir den skattepliktiga realisationsvinsten då 100 kr. Med hänsyn till prisutvecklingen — index har stigit från 100 till 120 — skall emellertid indextillägg utgå med 200 kr. Indextillägget kommer alltså enligt gällande rätt i ett dylikt fall endast att bli beskattat till ett belopp av 100 kr. Om obligationens kurs är lägre än som motiveras enbart av prisutvecklingen, kommer sålunda indextillägget endast delvis att bli föremål för beskattning även för det fall att obligationen innehafts under så kort tid, att någon reducering av realisationsvinsten enligt gällande bestämmelser inte skall äga rum. Om innehavstiden är längre, inträder dessutom den begränsning av skatteplikten, som föranledes av den reducerande skalan.

Beskattning av indextillägg vid avyttring av indexlån samt förfarandet vid sådan beskattning

Av ovanstående torde framgå att principen att indextillägg utgör skattepliktig intäkt endast undantagsvis synes kunna upprätthållas vid tillämpning av gällande skattelagstiftning i de fall då indexlån före inlösningstidpunkten avyttras. Såsom tidigare påvisats synes i detta avseende föreligga en lucka i lagen, som kan utnyttjas för vinnande av icke avsedda skattelättnader.

Riksskattenämndens förhandsbesked, vilket innebär fritagande av indextillägg från beskattning vid avyttring efter mer än fem års innehav, kan inte anses

stå i god samklang med regeringsrättens utslag, som innebär att indextillägg — oavsett innehavstidens längd — utan inskränkning beskattas vid inlösen. Då indexlån torde ha förekommit i ringa omfattning har denna skattefråga hittills varit av underordnad betydelse. Om indexlån skulle komma att emitteras i mera betydande utsträckning, blir läget emellertid ett annat och en lösning av ifrågavarande spörsmål bör uppenbarligen eftersträvas.

Tidigare har uttalats att indextillägg vid nominalistisk beskattning kan jämställas med ränta. På grund härav synes indextillägg inte endast vid inlösen utan även vid avyttring av indexlån böra beskattas som inkomst av kapital. För att så skall kunna ske fordras emellertid att indextillägget fastställes till sitt belopp och utbrytes från den i samband med avyttringen uppkomna kapitalvinsten i övrigt. I beskattningshänseende bör sålunda en uppdelning ske mellan ersättning för penningvärdets fall samt övrig ersättning i samband med inköpet och avyttringen. Den förstnämnda ersättningen beskattas (liksom ersättning för eventuellt upplupen ränta) som inkomst av kapital, medan den övriga ersättningen beskattas endast i den mån reglerna om realisationsvinstbeskattning är tillämpliga.

Om den skattskyldige i egenskap av säljare vid avyttring av indexlån beskattas för indextillägg såsom för inkomst av kapital, bör han i egenskap av köpare i samma förvärvskälla erhålla avdrag för det indextillägg, som han vid inköpet utgivit. Enligt gällande bestämmelser får vid beräkning av realisationsvinst avdrag ske för alla omkostnader för förvärvet och avyttringen. Dessa kostnader, vartill bland annat hänföres erlagd köpeskilling vid inköpet, skall utnyttjas som avdrag för det beskattningsår, under vilket avyttringen ägt rum och realisationsvinsten i sin helhet sålunda skall beskattas, under förutsättning tillika att någon del av köpeskillingen under detta år uppburits av säljaren. Med tillämpning av motsvarande princip såvitt gäller avdrag för köpeskillingen vid inköpet bör sålunda avdrag för indextillägg, som erlagts vid inköp av indexlån, medges i samband med att inlösen eller avyttring av sådant lån äger rum eller alltså då det ekonomiska resultatet av innehavet blivit känt.

Den praktiska tillämpningen av den föreslagna lösningen av beskattningsfrågan i samband med avyttring av indexlån kan belysas genom följande exempel. År 0 emitteras ett indexobligationslån med 15-årig löptid. Lånet skall alltså inlösas år 15. Enligt lånevillkoren skall 100-procentig kompensation för penningvärdets fall under lånetiden utbetalas då lånet inlöses. År 0 inköper A för 1 000 kr en indexobligation lydande å samma belopp. Index är då 100. År 4, efter något mer än fyra års innehav, säljer A obligationen till B för 1 100 kr. Eftersom indextalet vid försäljningstillfället är 110, innebär detta att obligationen sålts till en kurs, som *helt följt index*. År 10, efter cirka 6 års innehav, säljer B i sin tur obligationen till C. Försäljningspriset är nu 1 200 kr och index 130. Obligationen har alltså sålts till en kurs, som *understiger* den som enbart penningvärdeutvecklingen skulle motivera. År 13, efter något mer än tre års innehav, säljer C obligationen till D. Försäljningspriset är nu 1 500 kr och index 140. Obligationen har alltså sålts till en kurs, som *överstiger* den som enbart penningvärdeutvecklingen skulle motivera. Vid lånetidens utgång inlöses obligationen med 1 500 kr, eftersom index då är 150. D har vid inlösningstidpunkten innehaft obligationen något mer än två år. För enkelhetens skull bortses i exemplet från obligationslånets ränta. Inte heller har hänsyn tagits till eventuella kostnader i samband med de olika köpen och försäljningarna. De beskattningsåtgärder, som under angivna förutsättningar och med den föreslagna lösningen av beskattningsfrågan skulle få vidtagas, framgår av en sammanställning i *tabell 8:1*. I denna har jämväl angivits vilka beskattningsåtgärder som

Tabell 8:1

År	Index	Parikurs (index-reglerat värde)	Marknadskurs (försäljningspris)	Transaktion	Skillnad mellan parikurs vid köp och parikurs vid försäljning; upplupna indextillägg (+) beskattas som intäkt av kapital	Därefter kvarstående skillnad mellan marknadskurs vid köp och marknadskurs vid försäljning; real vinst (+) och real förlust (—)	Beskattning enligt gällande rätt
0	100	1 000	1 000	A köper	—	—	—
4	110	1 100	1 100	A säljer till B	+100	0	Realisationsvinst 100 kr, varav 25 % beskattas
10	130	1 300	1 200	B » » C	+200	—100 (real kapitalförlust)	Kapitalvinst 100 kr beskattas ej
13	140	1 400	1 500	C » » D	+100	+200 (real realisationsvinst, varav 50 % beskattas)	Realisationsvinst 300 kr, varav 50 % beskattas
15	150	1 500	1 500	Inlösen	+100	—100 (real realisationsförlust, varav 75 % får avdras om kvittning kan ske mot realisationsvinst)	Ej åtgärd

med tillämpning av gällande rätt skulle ha vidtagits.

Av sammanställningen, som utvisar beskattningsförhållandena vid enbart stigande index, framgår bland annat följande. Det vid lånetidens utgång med 500 kr utbetalade indextillägget har i sin helhet blivit föremål för beskattning, nämligen med 100 kr för år 4, med 200 kr för år 10, med 100 kr för år 13 och med 100 kr för år 15, allt som inkomst av kapital.

Genom att indextillägg oavsett innehavstidens längd alltid beskattas uppkommer i förhållande till gällande rätt en skärpt beskattning av indexlån. Detta gäller vare sig reglerna om realisationsvinstbeskattning är tillämpliga eller inte. Den föreslagna lösningen av beskattningsfrågan medför, att man åstadkommer en partiell förändring av realisationsvinstbeskattningen, som innebär att för lån med indexklausul den nominala eller fiktiva vinsten alltid blir beskattad, medan den reala vinsten efter viss tid helt undgår beskattning. Ur värdesäkringssynpunkt förefaller ett dylikt resultat föga tillfredsställande. Om man emellertid godtar principen att indextillägg bör bli föremål för beskattning inte endast då inlösen sker utan även i samband med avyttring för att undvika tidigare berörda transaktioner i syfte att undgå beskattning, torde man också få taga konsekvenserna av en sådan ståndpunkt.

Slutligen må framhållas, att det före-

slagna beskattningsförfarandet vid avyttring av indexlån medför att innehav av indexlån i beskattningshänseende torde komma att anses som oförmånligare än innehav av aktier, eftersom aktier redan efter fem års innehav kan avyttras utan beskattningspåföljd och inom femårsperioden med tidigare angiven reducering av vinsten. Denna olikhet vid den skattemässiga behandlingen av indexlån å ena samt aktier å andra sidan skulle emellertid åtminstone delvis kunna undanröjas, om tidsperioden för realisationsvinstbeskattning av aktier avsevärt förlänges och den reducerande skalan för beräkning av skattepliktig vinst anpassas till denna längre period eller helt slopas.

Om den diskuterade lösningen av beskattningsfrågan i samband med avyttring av indexlån innebär skärpt beskattning vid stigande index, kommer däremot samma lösning vid fallande index att medföra gynnsammare beskattningsresultat än med tillämpning av nu gällande bestämmelser. Detta sammanhänger med att indexavdraget eller sålunda långivarens kompensation till låntagaren i form av minskning av skuldens nominala belopp vid stigande penningvärde alltid är avsett att få av långivaren utnyttjas som avdrag i förvärvskällan inkomst av kapital. Vid avyttring av indexlån inträder säljaren och köparen i långivarens resp. låntagarens situation. Om sålunda säljaren (långivaren) vid stigande index beskattas för det under innehavstiden upplupna indextillägget, bör han vid fallande index medges avdrag för det under samma tid upplupna indexavdraget.

Det sagda kan åskådliggöras genom följande exempel. År 0 emitteras ett indexobligationslån med 15-årig löptid. Lånet skall alltså inlösas år 15. Enligt lånevillkoren skall låntagaren till vederbörande långivare utge 100-procentig kompensation i form av indextillägg, om penningvärdet under lånetiden skulle falla, medan däremot vederbörande långivare till låntagaren skall utge 100-procentig kompensation i form av indexavdrag, om penningvärdet under lånetiden skulle stiga, allt enligt en allmän prisnivåindex. År 0 inköper A för 1 000 kr en indexobligation lydande å samma belopp. Indextalet är då 100. År 4, efter något mer än 4 års innehav, säljer A obligationen till B för 1 100 kr. Eftersom indextalet vid försäljningstillfället är 110, innebär detta att obligationen försålts till en kurs, som *helt följt index*. År 10, efter ca sex års innehav säljer B i sin tur obligationen till C. Försäljningspriset är nu 900 kr och index 95. Obligationen har alltså sålts till en kurs, som *understiger* den som enbart penningvärdeutvecklingen skulle motivera. År 13, efter något mer än tre års innehav, säljer C obligationen till D. Försäljningspriset är nu 1 000 kr och index 90. Obligationen har alltså sålts till en kurs, som *överstiger* den som enbart penningvärdeutvecklingen skulle motivera. Vid lånetidens utgång inlöses obligationen med 850 kr eftersom index då är 85. D har vid inlösningstillfället innehaft obligationen i något mer än två år. Liksom i föregående exempel bortses från obligationslånets ränta samt från eventuella omkostnader i samband med de olika köpen och försäljningarna. De beskattningsåtgärder, som under angivna förutsättningar och med tillämpning av tidigare föreslagen lösning av beskattningsfrågan skulle få vidtagas, framgår av en sammanställning i *tabell 8:2*. I denna har jämväl angivits vilka beskattningsåtgärder som med tillämpning av gällande regler skulle ha vidtagits.

Av sammanställningen framgår bland annat följande. Vid lånetidens utgång inlöses obligationen med 850 kr. Detta innebär, att låntagaren av långivaren-obligationsinnehavaren får ersättning för stigande penningvärde under lånetiden med 1 000—850 = 150 kr. Sistnämnda belopp motsvarar skillnaden mellan de av B, C och D åtnjutna indexavdragen å resp. 150, 50 och 50 kr eller tillhopa 250 kr samt det indextillägg å 100 kr, för vilket A blivit beskattad.

Genom att indexavdrag för långivaren-obligationsinnehavaren alltid räknas som kostnad i förvärvskällan inkomst av kapital, blir vid stigande penningvärde och fallande index beskattningen av in-

Tabell 8:2

År	Index	Parikurs (index-reglerat värde)	Marknadskurs (försäljningspris)	Transaktion	Skillnad mellan parikurs vid köp och parikurs vid försäljning; upplupna indextillägg (+) och indexavdrag (—) hänföres till förvärvskällan inkomst av kapital som intäkt resp. kostnad	Därefter kvarstående skillnad mellan marknadskurs vid köp och marknadskurs vid försäljning; real vinst (+) och real förlust (—)	Beskattning enligt gällande rätt
0	100	1 000	1 000	A köper	—	—	—
4	110	1 100	1 100	A säljer till B	+100	0	Realisationsvinst 100 kr, varav 25 % beskattas
10	95	950	900	B » » C	—150	— 50 (real kapitalförlust)	Kapitalförlust 200 kr får ej avdras
13	90	900	1 000	C » » D	— 50	+150 (real realisationsvinst, varav 50 % beskattas)	Realisationsvinst 100 kr, varav 50 % beskattas
15	85	850	850	Inlösen	— 50	—100 (real realisationsförlust, varav 75 % får avdras om kvittning kan ske mot realisationsvinst)	Realisationsförlust 150 kr, varav 75 % får avdras om kvittning kan ske mot realisationsvinst

dexlån lindrigare än enligt gällande rätt vare sig reglerna om realisationsvinstbeskattning är tillämpliga eller inte. Följdriktigheten kräver emellertid, att indexavdrag vid stigande penningvärde får räknas som avdragsgill kostnad, om indextillägg vid fallande penningvärde utgör skattepliktig intäkt.

Det angivna beskattningsförfarandet vid avyttring av indexlån förutsätter, att man vid tidpunkten för beskattningsåtgärdernas vidtagande har tillgång till vissa relevanta uppgifter. Sålunda måste man bland annat ha vetskap om inköpstidpunkt och inköpspris samt om försäljningstidpunkt och försäljningspris. I fråga om inköpstidpunkt och inköpspris kan det med hänsyn till indexlånens karaktär av långsiktiga kontrakt ofta ställa sig svårt att i efterhand förebringa godtagbar utredning. På grund härav torde det bli nödvändigt att uppgifter om inköpstidpunkt och inköpspris lämnas redan i självdeklarationen för det beskattningsår, under vilket indexlånet förvärvats, och därefter i varje års självdeklaration intill dess lånet avyttras eller inlöses. Det är givetvis av vikt, att taxeringsmyndigheten genom jämförelse med föregående års självdeklaration fortlöpande kontrollerar att denna uppgiftsskyldighet på behörigt sätt fullgjorts, så att uppgifterna under hela innehavstiden kan hållas aktuella. Själv-

fallet bör ett indexlån i deklarationen betecknas på ett sådant sätt, att det utan svårighet kan identifieras. Det torde vidare vara lämpligt, att den skattskyldige anger tidpunkt för lånets inlösen samt den typ av index, varmed lånet regleras. I synnerhet om indexklausulen skulle grunda sig på andra pristal än sådana, som ingår i en officiellt fastställd index, synes även uppgifter om storleken av dessa tal vid de avgörande tidpunkterna böra intagas i deklarationen. För uträkning och kontroll av indextillägg och indexavdrag samt av real vinst och real förlust torde blanketter enligt särskilt formulär bli erforderliga.

2.3 Benefik överlåtelse av indexlån

Frågan hur man skall förfara med beskattning av indextillägg i det fall att indexlån genom benefikt fång förvärvas av ny ägare har tidigare inte berörts. Här uppkommer särskilda beskattningsproblem, som inte torde kunna lösas med ledning av gällande skattelagstiftning, eftersom denna närmast tar sikte på vederlagsfallen. Det må anmärkas, att uttrycket »benefikt fång» här och i fortsättningen användes som en samlingsbeteckning för andra fång än köp, byte och därmed jämförliga (onerösa) fång.

I enlighet med vad tidigare anförts skall indextillägg — oavsett fångets art och innehavstidens längd — beskattas som inkomst av kapital i samband med att indextillägg utbetalas, vare sig denna utbetalning sker vid lånets inlösen eller vid dess avyttring. Vid benefika överlåtelser sker emellertid ingen utbetalning av indextillägg. Med hänsyn härtill uppkommer frågan, huruvida man — för den händelse äganderätten till ett indexlån genom benefikt fång övergår på ett annat skattesubjekt — skall uppskjuta beskattningen och låta denna träffa *mottagaren* vid den tidpunkt, då indexlånet avyttras eller inlöses, eller om man skall beskatta *överlåtaren* för upplupna indextillägg i samband med att överlåtelsen äger rum.

Denna fråga behandlas till en början under antagande att indexlånet överlåtes genom *gåva*.

Om det första alternativet tillämpas, kan en innehavare av ett indexlån omedelbart före inlösningstidpunkten genom gåva överlåta lånet på ett skattefritt subjekt utan att beskattning av indextillägget sålunda någonsin inträder. Härigenom uppnår man alltså ett resultat, som strider mot den grundläggande principen att all avkastning av en förvärvskälla skall inkomstbeskattas. Vidare skulle inkomstbeskattning kunna undgås genom att indexlån som gåva överföres på exempelvis minderåriga barn, som inte åtnjuter inkomst av sådan storlek att skatteplikt föreligger. Detta alternativ kan därför inte anses utgöra en tillfredsställande lösning. Ytterligare bör framhållas att beskattning av upplupna indextillägg endast i samband med avyttring medför, att man inte kontinuerligt kan beskatta varje överlåtare, utan beskattningen drabbar endast vissa överlåtare, nämligen sådana som avyttrar det ifrågavarande indexlånet. Om en eller flera gåvotransaktioner verkställts under tiden mellan två försäljningar, kan genom ett sådant beskattningsförfarande betydande svårigheter uppstå att utröna det »ingångsvärde», som skall avräknas från det vid senaste försäljningstillfället upplupna indextillägget. Vidare kan påpekas att indextillägg (vid en nominalistisk beskattning) är att anse som avkastning på ett indexlån och att värdet av avkastning, som genom gåva överlåtes på annan, enligt gällande rätt kan beskattas som inkomst hos gåvogivaren,

eftersom denne anses ha verkställt ett skattepliktigt »uttag» ur den förvärvskälla, varom fråga är. Övervägande skäl synes sålunda tala för att varje överlåtare, oberoende av om överlåtelsen har onerös eller benefik karaktär, beskattas för det indextillägg, som upplupit under hans innehavstid.

Mot ett beskattningsförfarande som innebär att en benefik överlåtare beskattas för indextillägg, som upplupit under hans innehavstid, kan invändas, att överlåtaren blir beskattad till för högt belopp, om index efter överlåtelsen skulle falla. Detta är visserligen en svaghet i systemet, men den synes inte böra tillmätas avgörande betydelse vid bedömningen av vilket beskattningsalternativ som skall tillämpas.

Om man i enlighet med ovanstående anser, att en gåvogivare vid gåva av indexlån bör inkomstbeskattas för upplupna indextillägg, uppkommer frågan, huruvida ett liknande beskattningsförfarande skall tillämpas även vid *andra benefika fång* än gåva. Vad särskilt angår arv och testamente kan gentemot inkomstbeskattning av upplupna indextillägg anföras, att dessa genom en dylik beskattning kan komma att träffas av såväl arvsskatt som inkomstskatt. Vid stigande index inträffar emellertid detta förhållande även om inkomstbeskattningen uppskjutes till dess indexlånet avyttras eller inlöses. Det kan jämväl framhållas att arvsbeskattning inte äger rum för det fall, att arvs- eller testamentslotten inte uppgår till de för sådan beskattning gällande minimibeloppen. Arvsskatt erlägges inte heller för den andel, som genom giftorätt tillfaller efterlevande make. Om emellertid ett indexlån blir föremål för arvsbeskattning, kan det synas otillfredsställande, att även den inkomstskatteskuld, som åvilar indexlånet, skall aktualiseras till följd av arvlåtarens frånfälle. Här föreligger i jämförelse med gåva den väsentliga skillnaden, att äganderättens övergång inte blir beroende av innehavarens egna dispositioner utan av en händelse, varöver man inte kan råda och som i tidsavseende inte heller kan fixeras i förväg.

Med hänsyn härtill skulle man kunna överväga att vid andra benefika överlåtelser än gåva och främst vid arvskifte och bodelning i anledning av dödsfall uppskjuta beskattningen av upplupna indextillägg till tidpunkten för indexlånets avyttring eller inlösen. Härigenom uppkommer emellertid tidigare berörda svårigheter att utröna indexlånets »ingångsvärde», varjämte beskattningsförfarandet blir olika vid gåva och vid andra slag av benefika överlåtelser. Dessa omständigheter synes därför motivera, att man vid samtliga slag av benefika överlåtelser tillämpar samma kontinuitetsprincip som vid gåva och att sålunda varje överlåtare — häri inbegripet dödsboet efter avliden person — beskattas för indextillägg som upplupit under innehavstiden. Genom denna beskattningsmetod kommer exempelvis en arvinge, som tillskiftas ett indexlån, att vid en senare överlåtelse eller i samband med lånets inlösen som ingångsvärde få tillgodoräkna sig lånets indexreglerade värde vid arvskiftet. Detta medför vid stigande index att arvingens beskattning blir lägre än som skulle ha blivit fallet, om dödsboet efter arvlåtaren inte beskattats för upplupna indextillägg.

Om överlåtaren vid benefika överlåtelser skall beskattas för upplupna indextillägg, synes beskattningsförfarandet kunna göras likartat med det som tillämpas vid beskattning av medel som vid överlåtelse av fastighet innestår på skogskonto (9 § förordningen den 27 mars 1954 om taxering för inkomst

av medel, som insatts å skogskonto). För beskattningen av indextillägg skulle dessa bestämmelser med en analogivis tillämpning innebära följande. En gåvogivare beskattas för upplupna indextillägg för det beskattningsår, under vilket gåvan överlämnas. Vid arv eller testamente blir det oskiftade dödsboet i samband med att boet skiftas beskattat för indextillägg, som upplupit under tiden från den avlidnes förvärv av indexlånet fram till skiftesdagen. Om bodelning mellan makar äger rum och ett indexlån därvid tillskiftas den ene maken, blir den andre maken skattskyldig för indextillägg som upplupit under hans (hennes) innehavstid.

I fråga om beskattningsförfarandet vid benefika överlåtelser må slutligen framhållas, att om överlåtaren vid stigande index beskattas för indextillägg, som upplupit under innehavstiden, han följdriktigt bör medges avdrag för upplupna indexavdrag för den händelse index under innehavstiden skulle ha fallit.

2.4 Överlåtelse av indexlån med årlig utbetalning av indextillägget

Den föregående framställningen har uteslutande tagit sikte på indexlån med kapitaliserade indextillägg eller alltså sådana lån, där indextillägget av låntagaren utbetalas vid lånetidens slut eller i samband med amortering av lånet. Om fråga är om indexlån med årlig utbetalning av indextillägget (indexlån med »tilläggsränta»), blir beskattningsförfarandet såtillvida annorlunda som säljaren eller annan överlåtare i anledning av överlåtelsen endast kan beskattas för indextillägg som enligt index upplupit under det beskattningsår, då överlåtelsen ägt rum. För tidigare beskattningsår upplupna indextillägg har nämligen vid den årliga taxeringen redan blivit beskattade. Överlåtaren kommer alltså för det beskattningsår, under vilket överlåtelsen skett, att beskattas endast för den del av detta års indextillägg, som belöper på tiden fram till överlåtelsen, medan den nye innehavaren blir beskattad för återstående del av samma års indextillägg. Detta gäller vid stigande index. Om index under överlåtelseåret skulle falla kommer såväl överlåtaren som den nye innehavaren för detta år att medges indexavdrag, om index fallit såväl under tiden från beskattningsårets ingång till överlåtelsetillfället som under tiden från överlåtelsetillfället till beskattningsårets utgång.

3. Tidpunkt för den skattemässiga redovisningen av indextillägg och indexavdrag

3.1 Kontantmässig och bokföringsmässig redovisning

Enligt gällande skattelagstiftning tillämpas två olika metoder för redovisning av intäkter och kostnader, nämligen dels redovisning enligt den s. k. kontantprincipen och dels redovisning enligt bokföringsmässiga grunder.

I fråga om annan förvärvskälla än rörelse och sådan jordbruksfastighet, varav inkomsten beräknas enligt bokföringsmässiga grunder, gäller kontantprincipen. Denna princip innebär, att en inkomst anses ha åtnjutits under det år, då den verkligen förvärvats och är till sitt belopp känd. Så är framför allt förhållandet, då inkomsten av den skattskyldige uppburits eller blivit för honom tillgänglig för lyftning, oberoende av huruvida inkomsten intjänats under året eller tidigare. Vissa intäkter, t. ex. av tjänst, ränta på i bank eller annan penninginrättning innestående medel osv., kan dock hänföras till nästföregående års inkomst, ehuru de inte

uppburits eller varit tillgängliga för lyftning förrän efter nämnda års utgång. Förutsättningen härför är emellertid, att de intjänats under beskattningsåret och uppburits eller blivit för lyftning tillgängliga omedelbart efter beskattningsårets utgång eller i varje fall så tidigt under nästföljande år, att de praktiskt taget kan hänföras till inkomsten under beskattningsåret. I enlighet härmed anses sådan ränta på bankmedel, som gottskrives insättaren per den 31 december, såsom nämnda dag influten intäkt. Å andra sidan skall utgifter och omkostnader för inkomstförvärvet avdragas från intäkten under det år, då de verkligen blivit av den skattskyldige bestridda, även om de avser inkomst, som tidigare förvärvats eller först under ett senare år beräknats inflyta. Även här gäller att en utgift, som verkställts under året före eller efter beskattningsåret, kan vara att praktiskt taget hänföra till utgift under beskattningsåret.

Inkomst av rörelse samt — i vissa fall — inkomst av jordbruksfastighet beräknas enligt bokföringsmässiga grunder, vilket innebär att hänsyn skall tagas till in- och utgående lager av varor, råmaterial, hel- och halvfabrikat m. m. ävensom till fordringar och skulder. Det inses lätt att de belopp, varmed dessa s. k. balansposter upptages i bokföringen, direkt kommer att påverka det bokföringsmässiga och därmed också det skattemässiga resultatet. Med hänsyn härtill är de regler, som gäller för värdering av tillgångar och skulder i vederbörande förvärvskälla, av stor betydelse vid beräkningen av den inkomst, som skall bli föremål för beskattning.

Vid redovisningen av ett visst belopp som intäkt resp. avdrag hos två olika skattesubjekt kan inkongruens mellan beskattningsåren komma att föreligga. Sålunda kan en rörelseidkare redovisa ett räntebelopp som intäkt eller avdrag för ett tidigare beskattningsår än det år, för vilket en skattskyldig med kontantmässig redovisning upptar samma belopp som avdrag resp. intäkt. Rörelseidkaren kommer då att beskattas resp. medges avdrag för upplupen ränta, medan den skattskyldige med kontantmässig redovisning medges avdrag resp. beskattas för erlagd ränta.

3.2 Tillämpning av gällande redovisningsmetoder på indexlån

För indexlån med årligen utbetalade indextillägg torde frågan om rätt beskattningsår inte behöva vålla några svårigheter. Med hänsyn härtill skulle säkerligen såväl redovisnings- som beskattningsförfarandet i hög grad underlättas och förenklas, om endast sådana indexlån förekom. Däremot kommer indexlån med kapitaliserade indextillägg, som utbetalas först vid lånetidens utgång, att ge upphov till såväl bokföringstekniska som skattemässiga problem. Detta sammanhänger med att man svävar i ovisshet om den kommande prisutvecklingen och därför inte med bestämdhet kan veta något om indextilläggets (eller indexavdragets) slutliga storlek. Den följande framställningen kommer uteslutande att avse sistnämnda typ av indexlån.

Beträffande sådana skattesubjekt som har att redovisa indextillägg och indexavdrag *i förvärvskälla för vilken kontantprincipen gäller* — exempelvis inkomst av kapital — torde någon tvekan inte kunna råda om att beskattningsåtgärderna enligt gällande rätt skall hänföra sig till det beskattningsår, under vilket indexlånet inlösts eller avyttrats. Vid stigande index kommer då långivaren att beskattas och låntagaren att medges avdrag för ett under låne- eller innehavstiden kumulerat indextillägg. Vid fallande index blir rollerna om-

bytta: långivaren medges avdrag och låntagaren beskattas för ett kumulerat indexavdrag. Om index ömsom skulle stiga och ömsom falla torde detta inte ge upphov till några beskattningsproblem, eftersom den indexkompensation, som vederbörande har att uppbära eller utge, blir helt beroende av indextalen vid lånetidens (innehavstidens) början och vid dess slut. Man behöver sålunda inte beakta indexutvecklingen under mellantiden.

I fråga om skattesubjekt som har att redovisa indextillägg och indexavdrag *i förvärvskälla för vilken bokföringsmässig redovisning gäller* — dvs. förvärvskällan rörelse och sådan jordbruksfastighet, varav inkomsten beräknas enligt bokföringsmässiga grunder — uppkommer däremot särskilda redovisnings- och beskattningsproblem. Detta sammanhänger bland annat med att de bokföringsmässiga regler, som gäller för värdering av tillgångar och skulder samt för redovisning av vinster och förluster, inte är helt entydiga samt att man vid avfattandet av dessa regler inte ställts inför de problem, som tillkomsten av indexlån kan medföra. Om man därför vill tillämpa gällande bestämmelser i bokföringslagen och andra författningar på indexlån, kan det endast bli fråga om en tillämpning analogivis enligt de grunder, på vilka hithörande bestämmelser är uppbyggda. Det må redan nu framhållas, att en bokföringsmässig redovisning inte är liktydig med en redovisning av indextillägg och indexavdrag allt eftersom de upplöper. Tvärt om skulle en exklusiv tillämpning av sistnämnda redovisningsmetod mycket ofta komma att direkt avvika från grundsatsen att bokföringen skall ske i överensstämmelse med allmänna bokföringsgrunder och med iakttagande av god köpmannased.

3.3 Allmänna bokföringsgrunder och deras tillämpning på indexlån

Eftersom den bokföringsmässiga värderingen av tillgångar och skulder samt principerna för redovisningen i räkenskaperna av intäkter och kostnader har stor betydelse vid bedömandet av frågan om rätta tidpunkten för beskattningsåtgärdernas vidtagande, torde det vara på sin plats att lämna en redogörelse i stora drag för hithörande regler samt på vad sätt dessa regler kan antas komma att inverka på den skattemässiga behandlingen av indexlån. Därvid skiljes mellan sådana skattesubjekt som driver bank- eller annan penningrörelse eller försäkringsrörelse (handel med värdepapper), å ena sidan, samt övriga skattesubjekt, å andra sidan.

Indexlån som omsättningstillgång

För skattesubjekt som driver *bank- eller annan penningrörelse eller försäkringsrörelse* får indexreglerade värdehandlingar i likhet med andra värdehandlingar anses utgöra omsättningstillgångar (varulager). Härav följer att värdestegring eller vinst genom försäljning av sådana värdehandlingar är att hänföra till intäkt av rörelse, liksom å andra sidan förlust genom kursfall eller vid avyttring är att anse som driftförlust och inte som kapitalförlust. Denna regel gäller dock inte sådana värdehandlingar som är att betrakta som anläggningstillgångar. Sålunda gäller exempelvis att s. k. organisationsaktier eller alltså sådana aktier, vilka innehas som ett led i organisationen av ett bolags verksamhet, betraktas som anläggningstillgångar. Dylika aktier behandlas inte som varor utan för dem gäller samma regler som för aktier tillhöriga sådana skattskyldiga som inte driver penningrörelse eller försäkringsrörelse. Eftersom inkomst av rörelse skall beräknas enligt bokföringsmässiga grunder, är

reglerna i bokföringslagen och andra författningar angående värdering av tillgångar och skulder tillämpliga även i beskattningshänseende, såvida inte en med ledning härav gjord värdesättning står i strid med gällande skattelagstiftning.

Vid värdering av omsättningstillgångar följer man vanligen »lägsta värdets princip», som innebär att dylika tillgångar upptages till det lägsta av ettdera anskaffningskostnadsvärdet eller verkliga värdet (i princip försäljningsvärdet efter avdrag för försäljningskostnaderna). Detta innebär att en uppskrivning av omsättningstillgångar över kostnadsvärdet i regel inte bör ske. Däremot måste de nedskrivas, om verkliga värdet, t. ex. genom inträffat prisfall i marknaden, är lägre än kostnadsvärdet, allt enligt den med hänsyn till företagets borgenärer av försiktighetsskäl uppställda principen att en beräknad vinst inte bör redovisas, förrän densamma verkligen uppkommit, medan däremot en beräknad förlust bör beaktas redan före realisationstidpunkten.

Lägsta värdets princip har kommit till direkt uttryck exempelvis i aktiebolagslagen (100 § 4 mom.), i lagen om bankrörelse (91 § 1 mom.) och i lagen om försäkringsrörelse (93 § 1 mom.). I anslutning till berörda stadganden har emellertid intagits föreskrifter, enligt vilka omsättningstillgångar i vissa fall får upptagas till högre belopp än kostnadsvärdet, dock ej över verkliga värdet. Sålunda gäller enligt lagen om bankrörelse (91 § 2 mom.) att omsättningstillgångar får upptagas till högre belopp än anskaffningskostnaden, därest upplysning om förhållandet lämnas i förvaltningsberättelsen. För försäkringsföretag är motsvarande bestämmelser strängare. I lagen om försäkringsrörelse (93 § 1 mom. och 96 § 1 mom.) stadgas sålunda att omsättningstillgångar får upptagas till högre belopp än anskaffningskostnaden endast »där det på grund av särskilda omständigheter må anses tillåtligt jämlikt god köpmannased» samt under förutsättning tillika, att redogörelse i förvaltningsberättelsen lämnas för grunden till höjningen samt för det belopp, varmed höjning skett. För sparbanker är reglerna för uppskrivning av omsättningstillgångar utöver anskaffningskostnaden mycket restriktivt hållna. I sparbankslagen (48 § punkt 5) stadgas nämligen i fråga om värderingen av obligationer och fordringar att uppskrivning utöver anskaffningskostnaden inte i något fall får ske till högre belopp än det, varå obligation eller fordran lyder, och endast i syfte att täcka förlust å sparbankens rörelse eller motsvarande nedskrivning av annan tillgångs bokförda värde.

Enligt anvisningarna till 41 § kommunalskattelagen skall för skattskyldig, som haft ordnad bokföring, beräkningen av inkomst ske på grundval av hans bokföring, dock med vissa undantag som finns intagna i anvisningarna. Dessa föreskrifter innehåller ej något förbud mot värdering av omsättningstillgångar till högre belopp än kostnadsvärdet. Om därför en uppvärdering skett i räkenskaperna och en skattemässig vinst på grund härav redovisats, torde en dylik vinst också komma att bli föremål för beskattning utan att taxeringsmyndigheten har anledning att efterforska, om den vidtagna bokföringsåtgärden är i överensstämmelse med god köpmannased eller inte. Beskattningen kommer alltså i ett dylikt fall som så ofta eljest att följa bokföringen. Däremot gäller i beskattningshänseende vissa begränsningar i fråga om det lägsta värde, till vilket varulager får upptagas. Beträffande penningförvaltande företags och försäkringsföretags placeringar av förvaltade medel i aktier, obligationer, låne-

fordringar m. m. gäller sålunda, att värdet å lager av sådana tillgångar inte får upptagas till lägre belopp än som framstår såsom skäligt med hänsyn till risk för förlust, prisfall m. m. Det må i detta sammanhang nämnas, att riksskattenämnden i sina meddelanden år 1959 nr 1: 3 utfärdat anvisningar till ledning för taxeringsmyndigheterna angående värdesättningen av försäkringsföretagens lager av fastigheter, aktier, obligationer, lånefordringar m. m. vid inkomsttaxeringen.

De tidigare berörda värderingsreglerna torde för sådana indexlån, som är att hänföra till omsättningstillgångar (varulager), få anses innebära följande. Vid tillämpning av lägsta värdets princip kan en fortskridande penningvärdeförsämring (stigande index) inte beaktas vid värdering av indexlån. Härigenom kommer alltså upplupna indextillägg inte att till någon del beskattas förrän vid inlösnings- eller realisationstidpunkten. Om däremot en förbättring av penningvärdet inträder och index sålunda sjunker under anskaffningsårets nivå, föreligger enligt lägsta värdets princip skyldighet att verkställa härav betingad nedskrivning av anskaffningsvärdet. Såsom tidigare påvisats är visserligen lägsta värdets princip huvudregel vid värderingen. Regeln är emellertid inte undantagslös. Sådana värdehandlingar som är att hänföra till omsättningstillgångar kan sålunda i särskilda fall upptagas till högre belopp än anskaffningsvärdet. I vad mån så kan ske beträffande indexlån i bankrörelse och försäkringsrörelse är inte klarlagt. Det torde få ankomma på vederbörande tillsynsmyndighet (bankinspektionen och försäkringsinspektionen) att i berörda avseende meddela föreskrifter. För sparbankernas del synes gällande bestämmelser i varje fall inte möjliggöra uppskrivning utöver anskaffningskostnaden, om denna uppgår till eller överstiger det belopp, varå indexlånet ursprungligen lyder.

Indexlån som anläggningstillgång

För *andra skattesubjekt* än sådana som driver bank- eller annan penningrörelse eller försäkringsrörelse får värdehandlingar — i den mån de tillhör förvärvskällan rörelse — hänföras till *anläggningstillgångar*. Vinst genom försäljning av värdehandlingar kan därför hos dessa skattesubjekt beskattas endast enligt reglerna för realisationsvinstbeskattning. Om i stället förlust uppkommer är densamma att betrakta som kapitalförlust (realisationsförlust). Avdrag för endast beräknad värdeminskning kan inte medges, vilket sammanhänger med att vinst vid avyttring efter mer än fem års innehav är skattefri och att vid sådan avyttring återvunna värdeminskningsavdrag sålunda inte kan beskattas. Ränta på sådana värdehandlingar, som i egenskap av anläggningstillgångar tillhör förvärvskällan rörelse, beskattas som inkomst i denna förvärvskälla och inte som inkomst av kapital.

Av vad ovan sagts kan den slutsatsen dragas att annan skattskyldig än den som driver handel med värdepapper enligt gällande rätt inte kan beskattas för indextillägg, förrän det uppbäres eller eljest blir tillgängligt för lyftning. Inte heller kan i anledning av fallande index avdrag i form av indexavdrag medges för beräknad värdeminskning å indexlån. I de fall då indexlån är att hänföra till anläggningstillgångar torde sålunda i fråga om tidpunkten för vidtagande av olika beskattningsåtgärder kontantprincipen komma att gälla. Med hänsyn härtill bör det beträffande dessa skattesubjekt vara uteslutet att före inlösnings- eller realisationstidpunkten vidta någon beskattningsåtgärd vare sig index stiger eller faller.

Indexreglerade skulder

Beträffande *skulder* innehåller bokföringslagen inga värderingsregler. I allmänhet brukar skulder upptagas till sitt nominella belopp. I vissa fall kan emellertid värderingsregler vara av betydelse, exempelvis beträffande skulder i utländskt mynt. Enligt allmänna bokföringsgrunder och god köpmannased torde man i fråga om skulder vanligen tillämpa en »högsta värdets princip» i analogi med lägsta värdets princip för omsättningstillgångar. Högsta värdets princip skulle då innebära, att det högsta av »kostnadsvärdet», dvs. skuldens värde vid dess uppkomst, samt verkliga värdet vid bokslutstidpunkten blir avgörande för, till vilket värde en skuld bör bokföras. Emellertid finns särskilda regler som utvisar att en skulduppskrivning enligt högsta värdets princip inte behöver ske omedelbart, utan att en successiv uppskrivning av skulden anses befogad. I berörda avseende hänvisas till 100 § 10 mom. aktiebolagslagen, där regler givits för det fall att obligationer eller andra långfristiga skuldförbindelser skall inlösas »med högre belopp än det bolaget erhållit för dem» eller att långfristig skuld i utländskt mynt blivit utsatt för kursstegring. I båda dessa fall får skillnadsbeloppet fördelas på skuldens hela resp. dess återstående löptid. Liksom uppskrivning av en tillgång innebär redovisning av en icke realiserad vinst och sålunda står i strid med lägsta värdets princip, kommer en nedskrivning av en skuld att innebära ett frångående av högsta värdets princip, eftersom jämväl en sådan åtgärd medför tillskapandet av en fiktiv vinst. Enligt särskilt stadgande i sista punkten av 100 § 10 mom. aktiebolagslagen kan emellertid successiv nedskrivning av långfristig skuld i utländskt mynt på grund av kursfall undantagsvis få äga rum, därest omständigheterna verkligen ger grund för ett sådant förfaringssätt.

Dessa skuldvärderingsprinciper synes beträffande indexlån innebära att *stigande index* medför rätt antingen till omedelbar uppskrivning av skulden eller till successiv uppskrivning av densamma under lånets återstående löptid samt redovisning av det för varje år upplupna indextillägget som kostnad i överensstämmelse med något av dessa alternativ. Om index fortlöpande stiger och varje års indexstegring är att anse som »normal», kan det emellertid ifrågasättas, om successiv uppskrivning eller sålunda en fördelning på lånets återstående löptid av varje års skuldökning enligt index är att anse som en lämplig åtgärd. En sådan fördelning skulle ju endast medföra, att den redovisade kostnaden för varje år blir allt större ju mer inlösningstidpunkten närmar sig. Om indexstegringen är måttlig synes därför en omedelbar uppskrivning vara att föredra framför en successiv uppskrivning. För det fall att prisstegringen något år skulle bli särskilt kraftig kan det emellertid vara befogat att inte belasta detta års resultat med hela det belopp, varmed skulden ökar, utan fördela detta belopp som kostnad på ett antal år, förslagsvis 3—4 år, dock i intet fall längre än under lånets återstående löptid.

Såvitt kunnat utrönas föreligger inte något utslag i regeringsrätten angående skattemässig uppskrivning av låneskuld under lånetiden. Enligt beslut av mellankommunala prövningsnämnden den 5 oktober 1953 har emellertid Kooperativa förbundet, förening u.p.a., med bifall till anförda besvär medgivits avdrag för ett belopp som avsatts till ett skuldkonto för fullgörande av framtida förpliktelse att betala kompensation för penningvärdeförsämring. I detta mål förelåg till bedömande frågan, huruvida s. k. lineär uppskrivning av ett index-

lån försett med »tak» eller motsvarande avsättning till ett skuldkonto i beskattningshänseende kunde tillåtas. För lånet — vilket är samma lån som det i riksskattenämndens tidigare berörda meddelande omnämnda förlagslånet — har utfästs indexkompensation med högst 50 % av nominella beloppet och lånetiden är 20 år. Den årliga avsättningen uppgår till 2,5 % av nominella beloppet. Allmänna ombudet framhöll i sitt yttrande över besvären bland annat, att den ersättning för penningvärdeförsämring, som förbundet åtagit sig att betala, närmast syntes vara jämförbar med s. k. kapitalrabatt för obligationslån samt att sådan kapitalrabatt av regeringsrätten ansetts utgöra avdragsgill kostnad för låntagaren. Av samma yttrande framgår också att den penningvärdeförsämring som skett betydligt överstigit den verkställda avsättningen samt att förbundet förpliktat sig att vid varje balansdag inte yrka avdrag för större belopp än som erfordrades med hänsyn till inträffad penningvärdeförsämring och kvarstående skuld.

I fråga om en indexreglerad skuld med maximerad återbetalningsskyldighet synes sålunda enligt mellankommunala prövningsnämndens ovannämnda beslut en lineär uppskrivning kunna godtagas, om densamma inte överstiger det belopp som föranledes av indexutvecklingen. Däremot torde det vara i hög grad tveksamt, om en lineär uppskrivning kan tillåtas, när den är större än den som motiveras av indexutvecklingen. Nackdelarna med den lineära metoden torde emellertid inte vara så påfallande i fråga om bank- eller annan penningrörelse eller försäkringsrörelse, eftersom en för hög uppskrivning i sådan rörelse kan återföras till beskattning.

Vid *fallande index* medför en nedskrivning av en indexreglerad skuld att en icke realiserad vinst kommer att redovisas och att sålunda högsta värdets princip frångås. Såsom tidigare påvisats är huvudregeln beträffande värdering av långfristig skuld i utländskt mynt, att en på grund av kursfall beräknad vinst inte får redovisas förrän vid realisationstidpunkten. En successiv redovisning av vinsten under lånets återstående löptid kan emellertid undantagsvis få äga rum. Av dessa värderingsprinciper följer att en indexreglerad skuld inte får på en gång nedskrivas till belopp som motsvarar ett lägre indextal än det, som varit gällande vid föregående års redovisning. Däremot skulle den till följd av indexsänkningen beräknade vinsten få fördelas på lånets återstående löptid, om en sådan fördelning »med hänsyn till omständigheterna får anses överensstämma med allmänna bokföringsgrunder och god köpmannased». Sådana »omständigheter» skulle väl kunna anses föreligga, om man med en viss bestämdhet anser sig kunna räkna med fortsatt indexsänkning.

Av den lämnade redogörelsen torde framgå att det av gällande bestämmelser inte klart kan utläsas, hur en redovisning enligt bokföringsmässiga grunder av indextillägg och indexavdrag bör verkställas, även om allmänna bokföringsprinciper i berörda avseende kan ge viss ledning.

3.4 Fördelar och nackdelar av en enhetlig redovisningsmetod för samtliga förvärvskällor

De i föregående avsnitt berörda redovisningsproblemen torde inte behöva uppkomma, om man för samtliga skattesubjekt och förvärvskällor vid den skattemässiga behandlingen tillämpade antingen en renodlad kontantmetod eller en renodlad metod med redovisning

av indextillägg och indexavdrag allt eftersom de upplöper. Båda metoderna kommer självfallet att medföra avvikelser från gällande rätt men har den fördelen, att full kongruens kommer att råda mellan långivarens och låntagarens beskattning i den meningen att tidpunkten för beskattningsåtgärdernas vidtagande sammanfaller, om beskattningsåret för båda parter omfattar samma tidsperiod.

Eftersom varje metod har sina för- och nackdelar kan det vara av intresse att åtminstone mera allmänt konstatera, vari dessa består.

Kontantprincipen

Till en början kan framhållas att *kontantprincipen* i taxeringshänseende innebär väsentliga fördelar såtillvida som beskattningsåtgärderna kommer att avse allenast de beskattningsår, då ett indexlån inlöses eller eljest realiseras. Några särskilda beskattningsproblem kommer inte heller att aktualiseras för det fall att index ömsom stiger och ömsom faller. För en långivare måste det vara till fördel att få beskattningen uppskjuten till den tidpunkt, då indextillägg för lånetiden eller innehavstiden verkligen uppbäres. Härigenom inträder ej den likviditetspåfrestning och ränteförlust som kan uppkomma, om långivaren har att erlägga skatt för inkomster som ännu inte uppburits. Den situationen kan inte heller inträffa, att långivaren i förväg får betala skatt för en inkomst som aldrig tillfaller honom på grund av att låntagaren inte kan fullgöra sina förpliktelser. Ytterligare må påpekas att kontantmetoden vid stigande index kommer för en långivare med bokföringsmässig redovisning att vara i överensstämmelse med den allmänna princip, enligt vilken en beräknad vinst inte skall redovisas förrän den blivit realiserad.

Kontantprincipen har emellertid också sina nackdelar. För skattskyldiga med progressiv inkomstbeskattning kan det sålunda inträffa, att den skatt, som belöper på ett under lånetiden kumulerat indextillägg, blir högre än om skatt hade uttagits på det för varje år upplupna indextillägget. Å andra sidan bör skatteprogressionens verkningar inte överdrivas. Det är sålunda inte på förhand givet, att beskattningen av ett kumulerat indextillägg kommer att vara till nackdel för den skattskyldige. Huruvida så blir fallet eller inte är beroende av vederbörandes inkomstläge och storleken av det kumulerade indextillägget. Sålunda kommer en gift eller därmed jämställd skattskyldig med en årlig beskattningsbar inkomst av 20 000 kr (exklusive indextillägg) enligt de skatteskalor, som gäller från och med 1963 års taxering till statlig inkomstskatt, att erlägga skatt efter samma skattesats vare sig indextillägg å högst 9 999 kr beskattas på en gång eller beloppet fördelas på flera år. På motsvarande sätt blir skattebelastningen densamma för gift eller därmed jämställd skattskyldig med en årlig beskattningsbar inkomst av 40 000 kr (exklusive indextillägg), om indextillägget inte överstiger 19 999 kr.

I exemplen har givetvis förutsatts att varken de statliga eller kommunala skattesatserna ändras under lånetiden. Även om emellertid den statliga inkomstskattens progressivitet vid tillämpning av kontantprincipen kan medföra ogynnsamma verkningar, inrymmer förordningen angående beräkning av statlig inkomstskatt för ackumulerad inkomst ganska goda möjligheter att mildra dessa verkningar. Såsom villkor för skatteberäkning enligt förordningen gäller från och med 1962 års taxering att den inkomst, som skall ligga till grund för skatteberäkningen, uppgår till

minst 5 000 kr och tillika utgör minst en femtedel av den skattskyldiges till statlig inkomstskatt taxerade inkomst. Det bör tilläggas, att den ackumulerade inkomsten i intet fall får fördelas på mera än tio år.

Jämväl för låntagare kan en progressiv skatteskala i vissa inkomstlägen leda till att en tillämpning av kontantprincipen medför hårdare skattebelastning än om avdrag fortlöpande medges för upplupna indextillägg. Härtill kommer att avdrag för ett kumulerat indextillägg kan ge upphov till underskott i vederbörande förvärvskälla och att avdrag för detta underskott inte alls eller endast delvis kan utnyttjas för det beskattningsår, under vilket betalning skett. Det må emellertid framhållas, att dylikt förlustavdrag får utnyttjas för de närmast efterföljande sex beskattningsåren under de förutsättningar i övrigt som anges i förordningen om rätt till förlustutjämning vid taxering för inkomst.

Slutligen bör påpekas att tillämpning av kontantprincipen kommer att avsevärt minska möjligheterna att från intäkt av indextillägg utnyttja schablonavdraget under inkomst av kapital.

Skatteplikt resp. avdragsrätt för upplupna indextillägg

Metoden med skatteplikt resp. avdragsrätt för *upplupna indextillägg* medför en jämnare beskattning än vad som blir fallet vid tillämpning av kontantmetoden. Som följd härav blir också skatteprogressionens verkningar mindre framträdande i den mån sådana verkningar överhuvudtaget inträder. Vidare kan schablonavdraget under inkomst av kapital årligen avräknas från intäkt av upplupna indextillägg. En annan fördel är, att man med tillämpning av denna metod inte skulle behöva verkställa de särskilda uträkningar, som enligt avsnitt 2 erfordras för att indextillägg vid överlåtelse av indexlån inte skall undgå beskattning. Detta gäller för det fall att beskattning för realisationsvinst enligt gällande regler inte kan förekomma. Om däremot förutsättningar för realisationsvinstbeskattning är för handen måste upplupna, tidigare beskattade indextillägg utbrytas från vinsten i övrigt.

För en låntagare måste det innebära en väsentlig fördel att erhålla avdrag för upplupna indextillägg eller sålunda för kostnader, som inte motsvaras av några verkliga utgifter. Härigenom inträder under lånetiden en skattelindring som verkar likviditetsbefrämjande, varjämte det blir möjligt att avsätta och göra räntebärande sådana medel, som med tillämpning av kontantprincipen skulle ha fått erläggas i skatt som följd av i motsvarande mån högre taxeringar. Å andra sidan kommer låntagaren vid lånetidens utgång eller sålunda då ett kumulerat indextillägg för hela lånetiden erlägges att medges avdrag endast för det indextillägg, som upplupit under det år då lånet inlöses, eftersom tidigare upplupna indextillägg redan fått avdragas. Som följd härav kan betydande likviditetspåfrestningar inträda då lånet skall inlösas. För låntagare med bokföringsmässig redovisning synes avdragsrätt för upplupna indextillägg stå i överensstämmelse med den bokföringsprincip, enligt vilken en beräknad förlust i allmänhet bör redovisas omedelbart.

Även om vissa fördelar är förknippade med en metod, som innebär skatteplikt eller avdragsrätt för upplupna indextillägg, är en sådan metod å andra sidan behäftad med betydande nackdelar, varav en del redan tidigare redovisats.

Denna metod skulle bland annat innebära ett frångående av den redovis-

ningsprincip, som den stora massan av långivare-penningplacerare för närvarande har att tillämpa. Visserligen sker enligt förordningen den 9 december 1960 angående beskattning av ränta å svenska statens sparobligationer en fortlöpande beskattning av den upplupna räntan på dylika obligationer. Beträffande denna ränta måste emellertid framhållas, att den när som helst under obligationernas löptid är tillgänglig för lyftning samt att räntan dessutom är av staten garanterad och fixerad för varje år av löptiden. Indextillägget blir däremot inte tillgängligt för lyftning förrän vid lånetidens utgång, varjämte dess storlek blir helt beroende av den kommande prisutvecklingen samt av låntagarens möjligheter att fullgöra sina förpliktelser. Man kan därför i beskattningshänseende inte jämställa indextillägg med räntan på ifrågavarande obligationer.

För långivare med bokföringsmässig redovisning kommer en beskattning av upplupna indextillägg att medföra betydande avsteg från gällande redovisningsprinciper, eftersom en dylik metod skulle innebära beskattning av icke realiserade inkomster. För låntagare, som har att redovisa avdrag för indextillägg i förvärvskällor, för vilka kontantprincipen gäller, torde införandet av en rätt till avdrag för upplupna indextillägg medföra en svårbemästrad omvandling av beskattningsförfarandet.

Den lämnade redogörelsen för vissa väsentliga för- och nackdelar, varmed den ena eller andra beskattningsmetoden är förknippad, har utgått från att index varit stigande. Liknande spörsmål uppkommer även vid fallande index. Det har emellertid inte ansetts nödvändigt att i detta hänseende belasta framställningen med ytterligare synpunkter.

3.5 Kontantmetoden och företagens avdragsrätt

Bristande kongruens vid beskattning av långivare och låntagare

Av föregående avsnitt framgår att såväl den ena som den andra redovisningsmetoden är behäftad med både för- och nackdelar. Om en exklusiv tillämpning av kontantmetoden anses böra ges företräde framför en exklusiv tillämpning av metoden med skatteplikt resp. avdagsrätt för upplupna indextillägg, kommer ett sådant ställningstagande i princip att medföra full kongruens mellan långivarens och låntagarens beskattning. För skattskyldiga med bokföringsmässig redovisning kommer kontantmetoden å andra sidan att i vissa betydelsefulla avseenden innebära ett frångående av gällande redovisningsprinciper. Sålunda skulle exempelvis en företagare, som för finansiering av rörelsen upptagit ett indexlån, inte kunna erhålla avdrag för upplupna indextillägg förrän lånet inlöses. Detta skulle innebära, att inlösningsåret påfördes hela det under lånetiden upplupna indextillägget. Härvid kan det inträffa, att rörelsen för nämnda år kommer att uppvisa ett underskott och att avdrag för detta underskott inte alls eller endast delvis kan tillgodoföras den skattskyldige vid taxeringen. Såsom tidigare påpekats finns visserligen en rätt till förlustutjämning för efterföljande beskattningsår, men denna rätt är av helt annat slag än en befogenhet att för visst beskattningsår åtnjuta avdrag för därunder upplupet indextillägg. Å andra sidan kan en bestämmelse av innebörd, att under visst beskattningsår upplupet indextillägg utgör avdragsgill kostnad för samma år, leda till att de skattskyldiga utnyttjar den bristande kongruens mellan långivarens och låntagarens beskattning, som härigenom uppkommer,

till att vinna icke avsedda skattelättnader. Ett sådant resultat skulle kunna uppnås, om två företagare sinsemellan uppträder som både långivare och låntagare i enlighet med vad som framgår av följande exempel.

Antag att två rörelsedrivande aktiebolag till varandra utlånar lika stora belopp i form av indexlån genom att för detta ändamål ta i anspråk en del av det för rörelsen avsedda kapitalet. Om avdrag medges för upplupna indextillägg kommer båda parterna vid fortlöpande prisstegring att under hela lånetiden kunna tillgodoföra sig sådana avdrag. När den ursprungligen avtalade lånetiden är slut, kan parterna komma överens om att lånetiden skall förlängas och vid den nya lånetidens utgång att ny förlängning skall ske osv. På detta sätt skulle löptiden kunna göras obegränsad och parterna skulle år efter år få tillgodoföra sig avdrag för upplupna indextillägg utan att behöva erlägga skatt för uppburna indextillägg. Samma resultat torde ernås, om förlängning av lånetiden inte sker, men parterna träffar överenskommelse att fordringen hos den andre jämte upplupna indextillägg skall efterskänkas. Man kan visserligen överväga att införa särskilda bestämmelser i syfte att i beskattningshänseende omöjliggöra förfaranden av ovan angivna slag. I vad mån sådana bestämmelser skulle få åsyftad verkan är emellertid ovisst. Vidare kan man inte förhindra, att den situationen faktiskt uppkommer att båda parterna eller den ena av dem vid den ursprungligen avtalade lånetidens utgång inte har de ekonomiska möjligheterna att fullgöra sitt åtagande enligt låneavtalet.

Exemplet visar att den samtidiga förekomsten av två olika redovisningsmetoder kan leda till obehöriga skattevinster av betydande mått, om parterna vidtar dispositioner i detta syfte eller de faktiska omständigheterna medverkar härtill. Dylika beskattningsresultat skulle omöjliggöras om kontantprincipen gjordes obligatorisk för samtliga skattesubjekt, oberoende av om de uppträder som långivare eller låntagare. En bestämmelse i den riktningen torde emellertid medföra att företagare av olika slag blir obenägna att uppta indexlån. Av denna anledning synes man få överväga, om inte en rätt till avdrag för upplupet indextillägg under särskilda villkor bör tillerkännas vissa skattesubjekt.

Rätt till avdrag för upplupna indextillägg under vissa förutsättningar

En dylik avdragsrätt bör tillkomma endast skattesubjekt med bokföringsmässig redovisning, under förutsättning tillika att indextillägg utgör kostnad i förvärvskällan rörelse eller i sådan jordbruksfastighet, varav inkomsten redovisas enligt bokföringsmässiga grunder. Eventuellt skulle man kunna överväga att utsträcka ifrågavarande avdragsrätt till att omfatta jämväl förvärvskällan annan fastighet under förutsättning att »ordnad bokföring med vinst- och förlustkonto i huvudbok kontinuerligt användes för redovisning av fastighetens intäkter och utgifter» (Riksskattenämndens meddelanden år 1960 nr 1:4). Om så sker torde emellertid konsekvensen fordra, att även övriga kostnader samt intäkterna i förvärvskällan vid beskattningen redovisas enligt bokföringsmässiga grunder. I detta sammanhang hänvisas till riksskattenämndens ovan angivna meddelande, enligt vilket såväl riksskattenämnden som regeringsrätten i ärende angående framställning om förhandsbesked funnit ett rörelsedrivande aktiebolag berättigat att — i enlighet med bokföringsmässiga grunder — på femton år fördela ett hyresbelopp, som var avsett att erläggas i förskott för en

lika lång hyrestid. (Två regeringsråd var skiljaktiga och ansåg att kontantprincipen borde tillämpas, eftersom det var fråga om inkomst av annan fastighet.) Med hänsyn till de speciella omständigheter som förelåg i ärendet torde regeringsrättens utslag knappast ha någon prejudicerande betydelse ifråga om möjligheterna till skattemässig redovisning av inkomst av annan fastighet enligt bokföringsmässiga grunder.

Beträffande avdragsrättens omfattning bör gälla att avdrag får medges högst med belopp som motsvarar i räkenskaperna bokförd kostnad, under förutsättning tillika att denna kostnad inte överstiger det enligt låneavtalet under vederbörligt beskattningsår upplupna indextillägget.

Om avdrag till följd av stigande index medgivits för upplupet indextillägg och index under ett kommande år faller, bör tidigare medgivet avdragsbelopp helt eller delvis — beroende på indexutvecklingen — återföras till beskattning även om någon motsvarande återföring inte skulle ha skett i räkenskaperna. Häremot kan visserligen invändas att låntagaren genom det angivna förfarandet kommer att beskattas för en icke realiserad vinst som bortfaller, om index på nytt skulle stiga. Om emellertid låntagaren tillerkännes avdragsrätt för årligen upplupna indextillägg bör konsekvensen fordra, att ett avdrag, som till följd av fallande index visar sig ha blivit för stort, också kan återföras till beskattning. Denna beskattningsåtgärd bör ske omedelbart eller sålunda vid nästkommande års taxering. Eljest kan — åtminstone teoretiskt — den situationen uppkomma, att låntagaren under viss del av lånetiden på grund av stigande index får tillgodoföra sig avdrag för upplupna indextillägg, medan detta kumulerade avdragsbelopp eller del därav inte kan återföras till beskattning förrän vid inlösningstidpunkten. Ett dylikt på framtiden ställt beskattningsförfarande måste ur flera synpunkter betecknas som olämpligt och svårhanterligt, bland annat med hänsyn till skatteprogressionens verkningar och de skattetekniska svårigheter som kan förväntas uppkomma, om rättelse i tidigare taxeringar skall vidtas vid någon kanske långt avlägsen tidpunkt. Rätten till avdrag för upplupna indextillägg och återförandet till beskattning av sådana avdrag bör sålunda direkt och omedelbart anknytas till indexutvecklingen. Såsom tidigare framhållits avser det antydda beskattningsförfarandet endast ett återförande till beskattning av tidigare med för högt belopp medgivna avdrag. Däremot skall självfallet beskattning av låntagaren under lånetiden inte äga rum enbart av den anledningen, att index sjunker under nivån vid tidpunkten för lånets upptagande eller eljest vid den tidpunkt då lånet förvärvades. En dylik beskattning sammanhänger nämligen inte med rätten till avdrag för upplupna indextillägg utan innebär beskattning av upplupna indexavdrag och sålunda av icke realiserad vinst. Om emellertid en dylik vinst undantagsvis skulle komma att redovisas i bokföringen torde densamma också böra beskattas.

Man kan ifrågasätta om inte *långivare* — under samma förutsättningar som låntagare medges avdrag för upplupna indextillägg — borde erhålla avdrag för upplupna indexavdrag för den händelse index skulle falla under nivån vid emissions- eller förvärvstidpunkten. En dylik avdragsrätt torde dock i praktiken bli av ringa betydelse, varför man åtminstone för närvarande kan bortse härifrån.

För att avdrag för upplupna indextillägg fortlöpande skall kunna medges och för att ett återförande till beskatt-

ning av sådana avdrag i förekommande fall skall kunna ske, är det av vikt, att man i självdeklarationen år från år kan följa såväl skuldens bokförda värde som dess värde enligt indexklausulen. På sätt framgår av vad tidigare uttalats bör vid stigande index avdrag medges med utgångspunkt från det lägsta av bokförda värdet och indexreglerade värdet. Vid fallande index bör likaså det lägsta av dessa värden bli avgörande för storleken av det belopp som skall återföras till beskattning. Om index skulle ha fallit under dess nivå vid emissions- eller förvärvstidpunkten får dock i intet fall beskattningsåtgärd vidtas, såvida inte jämväl bokförda värdet av skulden understiger denna nivå.

Det antas nu att den skattskyldige uppträder endast som låntagare. Enligt vad tidigare sagts skulle han då vara berättigad att under angivna förutsättningar åtnjuta avdrag för upplupna indextillägg. Emellertid kan denna avdragsrätt utnyttjas i syfte att vinna obehöriga skattelättnader genom att ett skattesubjekt uppträder som långivare och ett annat som låntagare. För långivaren tillämpas kontantmetoden medan låntagaren erhåller avdrag för upplupna indextillägg. Om en skentransaktion föreligger och det sålunda inte är avsett att låntagaren skall fullgöra några förpliktelser kommer låntagaren — om förhållandet inte uppdagas — att fortlöpande medges avdrag, medan långivaren inte blir beskattad. Med hänsyn härtill torde en avdragsrätt för upplupna indextillägg få göras beroende av en i varje särskilt fall av vederbörande taxeringsmyndighet verkställd prövning. Om indexlånet upptagits exempelvis i en bank och man av självdeklarationen kan utläsa, att lånebeloppet investerats i rörelsen, torde anledning saknas att verkställa ytterligare undersökningar. Om däremot en enskild person eller ett annat företag står som långivare kan det finnas anledning att utreda, huruvida ett låneavtal i verkligheten föreligger. Särskilt gäller detta om intressegemenskap råder mellan långivaren och låntagaren. Dylik intressegemenskap föreligger exempelvis mellan huvudaktieägare i s. k. familjebolag (fåmansbolag) och bolaget självt samt mellan moder- och dotterföretag eller mellan företag under i huvudsak gemensam ledning. Syftet med sådana undersökningar är givetvis att uppdaga och härigenom också förebygga eventuella skentransaktioner. Dylika transaktioner förekommer som bekant även i andra skattesammanhang men med hänsyn till indexlånens speciella karaktär kan det finnas särskild anledning att ha uppmärksamheten riktad på tidigare berörda förhållanden.

I den föregående framställningen har antagits att den skattskyldige endast uppträtt som låntagare. Om den skattskyldige tillika innehar indexlån och alltså uppträder även som långivare kan detta förhållande ge anledning till särskilda åtgärder. Såsom tidigare påpekats kan den inkongruens som uppstår genom att långivaren beskattas för kontant uppburna indextillägg, medan låntagaren erhåller avdrag för upplupna indextillägg, utnyttjas i syfte att vinna icke avsedda skattelättnader. Om därför ett skattesubjekt samtidigt uppträder som både långivare och låntagare, torde det bli nödvändigt att tillgripa ganska rigorösa åtgärder i syfte att förebygga skattemissbruk, även om den skattskyldige i det enskilda fallet inte har någon avsikt att till egen fördel utnyttja de båda samtidigt förekommande redovisningsmetoderna. Därvid synes man kunna förfara på det sättet, att avdrag ej medges för upplupet indextillägg på så stor del av den indexreglerade skulden som motsvaras av en samtidigt

innehavd indexbunden fordran, oavsett i vilken förvärvskälla denna fordran utgör tillgång. Härigenom kommer alltså en och samma skattemässiga redovisningsmetod — kontantmetoden — att tillämpas för indexreglerade fordringar och indexreglerade skulder av samma storlek och rätten till avdrag för upplupna indextillägg kommer att inskränkas till det skuldbelopp, som överstiger den indexreglerade fordringen. Om fordringen i något fall skulle uppgå till eller överstiga skulden kommer givetvis rätten till avdrag för upplupna indextillägg att gå helt förlorad.

3.6 Banker och försäkringsföretag

Beträffande *banker* bör gälla att de inte endast har rätt att göra avdrag för upplupna indextillägg på inlåningssidan utan att de i princip även skall beskattas för upplupna indextillägg på utlåningssidan. Om fråga är om indexlån med årligen utbetalade indextillägg kommer en dylik regel inte att innebära någon avvikelse från vad som nu gäller. För indexlån med kapitaliserade indextillägg nödgas bankerna däremot redovisa icke realiserade vinster, vilka inte endast på grund av sedermera fallande index utan även med hänsyn till gäldenärens bristande betalningsförmåga kan komma att uppgå till för höga belopp. Det bör emellertid betonas, att fallande index resp. bristande betalningsförmåga hos gäldenären kan antas medföra en nedskrivning av »varulagret», vilken nedskrivning i beskattningshänseende inte torde kunna förvägras. Beträffande redovisningen och värderingen av indexreglerade fordringar skulle man kunna tänka sig att bankinspektionen i egenskap av tillsynsmyndighet — eventuellt i samråd med riksskattenämnden — utfärdar erforderliga anvisningar.

I fråga om *försäkringsföretag* torde i princip böra gälla samma bestämmelser som för bankerna, eftersom indexlån även för försäkringsföretagen är att hänföra till omsättningstillgångar. Här torde försäkringsinspektionen kunna utfärda liknande anvisningar som bankinspektionen för bankernas vidkommande.

4. Reciprocitetsprincipen och frågan om dess upprätthållande vid beskattning av indexlån

4.1 Reciprocitetsprincipens innebörd

Förutom den nominalistiska principen förekommer i den svenska skatterätten en princip, vilken kan betecknas som *reciprocitetsprincipen* även om den inte alltid är fullt konsekvent genomförd. Reciprocitetsprincipen kan sägas innebära en strävan att vid lagstiftning och rättstillämpning tillse att ett belopp, som är avdragsgillt hos en utbetalande skattskyldig, blir skattepliktig intäkt hos mottagaren samt att, om avdragsrätt ej föreligger för utgivaren, mottagaren inte heller skall beskattas för erhållet belopp.

Med tillämpning av reciprocitetsprincipen bör alltså indextillägg få avdragas av låntagaren, om långivaren beskattas för detsamma. Frågan är nu om reciprocitetsprincipen undantagslöst skall tillämpas vid nominalistisk beskattning av indexlån.

Uttrycket »indexklausul» tyder närmast på att den hänför sig till en index. I fortsättningen användes emellertid detta uttryck för att utmärka en klausul, som innebär att ett värdelån regleras inte endast med hjälp av en index utan även med hjälp av andra storheter. Man kan sålunda tänka sig en indexklausul avfattad på ett sådant sätt, att densamma hänför sig till vissa varupriser,

exempelvis priset på koppar eller tenn på internationella metallbörser eller virkespriserna vid lokala skogsauktioner. En annan tänkbar möjlighet är att den klausul, enligt vilken ett värdelån regleras, anknyter till ett visst företags vinst-, omsättnings- eller produktivitetsutveckling o. dyl. I sistnämnda fall kommer uppenbarligen innehav av ett av detta företag upptaget värdelån att bli nära besläktat med innehav av aktier i företaget.

Enligt huvudregeln skall vid nominalistisk beskattning och tillämpning av reciprocitetsprincipen indextillägg beskattas hos långivaren och utgöra avdragsgill kostnad för låntagaren. Beträffande långivarens beskattning torde anledning saknas att göra avsteg från huvudregeln. Långivaren skall alltså beskattas för alla intäkter som kan rubriceras som indextillägg. Detta innebär att beskattning skall ske vare sig indextillägget grundar sig på en allmän prisnivåindex, på en speciell marknadsprisindex eller på andra storheter. Vad särskilt angår sådana värdelån som anknyter till resultatet av låntagarens rörelse eller sålunda till ett företags vinstutveckling kommer indextillägg på sådana lån uppenbarligen att vara nära besläktade med aktieutdelningar. I tidigare kapitel har dylika lån benämnts *vinstandelslån.*

4.2 Tidigare förslag angående den skattemässiga behandlingen av participating debentures

En form av vinstandelslån är s. k. participating debentures. I Sverige har participating debentures emitterats av AB Kreuger & Toll åren 1928—1929. Dessa emissioner hade en fast ränta av 5 %. Om utdelningen på bolagets aktier höjdes utöver 5 % skulle debentureinnehavaren vara berättigad till 1 % räntehöjning för varje procents höjning av utdelningen på aktierna. Den rörliga delen av räntan på debentures kan sålunda likställas med aktieutdelning.

I ett av 1928 års bolagsskatteberedning avgivet betänkande med förslag till ändrade bestämmelser angående beskattning av aktiebolag och andra näringsföretag m. m., del I (SOU 1931: 40), har frågan om behandling av participating debentures i beskattningsavseende upptagits till bedömande (sid. 255 ff). Såvitt gäller beskattningen av debentureinnehavarna (långivarna) ansåg sig beredningen böra förorda, att räntan hos debentureinnehavarna behandlades på samma sätt som annan låneränta. Härav följer att den frihet från s. k. kedjebeskattning för aktieutdelningar, som i vissa fall åtnjutes av svenska aktiebolag och svenska ekonomiska föreningar jämlikt 54 § kommunalskattelagen, inte ansetts böra utsträckas till att också omfatta den rörliga delen av debentureräntan. Såsom motivering anförde beredningen bland annat, att det med fog kunde göras gällande, »att det behov att underlätta näringslivets organisatoriska anordningar, som utgjort ett bärande motiv för kedjebeskattningens avskaffande, icke här föreligger».

Däremot intog beredningen en annan ståndpunkt såvitt gäller beskattningen av det emitterande bolaget (låntagaren). I förevarande avseende har beredningen på anförda skäl (bet. sid. 261 ff) funnit, att den rörliga delen av räntan på participating debentures borde jämställas med aktieutdelning och sålunda i beskattningshänseende utgöra icke avdragsgill kostnad för låntagaren. Av beredningen i detta avseende föreslagen lagtext har följande lydelse: »Har svenskt aktiebolag, som upptagit lån mot obligationer, därvid träffat villkor, varigenom storleken av räntan å obligationerna, helt eller delvis, gjorts beroende

av bolagets bestämmande eller av det ekonomiska resultatet av bolagets verksamhet, må räntan, i den mån den gjorts på dylikt sätt beroende, icke av bolaget avdragas såsom kostnad.» Detta förslag har hittills inte föranlett lagstiftningsåtgärd.

4.3 Vinstandelslån

Vinstandelslån är i princip konstruerade på samma sätt som participating debentures. »Indextillägg» på vinstandelslån bör sålunda i beskattningshänseende jämställas med den rörliga delen av räntan på participating debentures. Om denna i enlighet med bolagsskatteberedningens förslag inte utgör avdragsgill kostnad för låntagaren, bör samma regel gälla även beträffande indextillägg på vinstandelslån. Förutsättningen för denna ståndpunkt måste emellertid vara, att principen om dubbelbeskattning av aktiebolagens vinster fortfarande upprätthålles och att sålunda avdrag för aktieutdelning inte medges. I detta sammanhang bör framhållas att det inte torde ankomma på värdesäkringskommittén att verkställa en omprövning av frågan, huruvida dubbelbeskattningen av aktiebolagens vinster skall bibehållas. Emellertid må här erinras om att förutnämnda princip under senare år modifierats såtillvida som aktiebolag — enligt en särskild förordning med provisoriska bestämmelser om beskattningen av aktiebolags och ekonomisk förenings inkomst i vissa fall (SFS nr 658/1960) — äger åtnjuta avdrag för utdelning å nyemissioner verkställda efter den 1 januari 1961 med 4 % av inbetalat kapital. Om indextillägg på vinstandelslån jämställes med aktieutdelning borde följaktligen en motsvarande avdragsrätt tillkomma jämväl sådana aktiebolag som anlitar denna låneform för sin kapitalförsörjning i stället för att i samma syfte verkställa nyemission av aktier.

I fråga om vinstandelslån kan sammanfattningsvis sägas att någon tvekan inte torde kunna råda om att indextilläggen enligt gällande rätt utgör skattepliktig intäkt för långivaren men att rättsläget är oklart, i vad mån avdragsrätt skall tillkomma låntagaren. Denna oklarhet bör genom särskilt stadgande undanröjas. Mot införandet av en avdragsrätt kan bland annat anföras att storleken av indextillägg på vinstandelslån kommer — på liknande sätt som storleken av aktieutdelningar — att bli beroende av låntagarens eget bestämmande eller av det ekonomiska resultatet av låntagarens verksamhet. Indextillägget kommer sålunda inte att grunda sig på officiella indextal eller på priser som noteras i en marknad eller på en varubörs.

Vinstandelslånen har inte något direkt samband med behovet av värdesäkra placeringsformer. Ur vissa synpunkter torde emellertid vinstandelslån vara en låneform som kan te sig ändamålsenlig för såväl långivare som låntagare. I detta avseende hänvisas till vad som under kapitel 3 anförts rörande vinstandelslån. Det kan även framhållas att livförsäkringsbolagen visat ett särskilt intresse beträffande möjligheterna att använda vinstandelslån för redovisning av försäkringsfond inom den s. k. fria sektorn. Om man vill gynna uppkomsten av vinstandelslån torde det emellertid bli nödvändigt att medge låntagaren avdrag för indextillägg på sådana lån. I annat fall kommer vinstandelslån att bli en förhållandevis dyr upplåningsform i jämförelse med såväl andra typer av indexlån som penninglån. Visserligen kommer införandet av en obeskuren avdragsrätt för indextillägg på vinstandelslån att gynna sådana aktiebolag som i stället för att verkställa nyemission av aktier väljer denna låneform för sin kapitalförsörjning. Detta

blir emellertid en konsekvens som får tagas om man önskar främja uppkomsten av vinstandelslån. I varje fall torde man vid bedömandet av frågan om avdragsrätt inte kunna undgå att beakta den rätt till avdrag för viss utdelning som tillerkänts aktiebolagen enligt bestämmelserna i den tidigare omnämnda förordningen.

Om en obeskuren avdragsrätt för indextillägg på vinstandelslån införes i skattesystemet, innebär detta i realiteten att man gör ett betydande avsteg från principen om dubbelbeskattning av aktiebolagens vinster. Med hänsyn härtill kan det bli erforderligt att begränsa rätten till emission av vinstandelslån samt att utfärda bestämmelser av innebörd, att sådana lån endast får innehas av vissa subjekt, exempelvis försäkringsbolag och banker. Denna fråga är emellertid av sådan art att den bör bli föremål för särskild utredning för den händelse reciprocitetsprincipen utan inskränkning anses böra tillämpas även beträffande vinstandelslån. Därvid måste man bl. a. beakta bestämmelserna i aktiebolagslagen om företrädesrätt för aktieägare till teckning av nya aktier.

4.4 Övriga typer av indexlån

Med bortseende från vinstandelslånen torde några verkligt bärande skäl för ett frångående av reciprocitetsprincipen inte kunna förebringas. På motsvarande sätt som långivaren beskattas för indextillägg bör alltså låntagaren medges avdrag härför, om indexklausulen grundar sig på sådana utifrån givna och av parterna icke påverkbara storheter som ovan angivits. Visserligen kan till följd av indexklausulens utformning i det enskilda fallet vissa svårigheter uppstå vid uträkningen och den skattemässiga kontrollen av indextillägg men dessa svårigheter föreligger även med tillämpning av gällande rätt.

Beträffande skatteplikt och avdragsrätt för indexavdrag bör självfallet motsvarande gälla som kan komma att föreskrivas i fråga om reciprocitetsprincipens tillämpning på indextillägg.

5. Värdesäkringsavdrag

5.1 Motiv för införandet av värdesäkringsavdrag

Vid nominalistisk beskattning utgör indextillägg skattepliktig intäkt för långivaren. För fysiska personer torde därvid indextillägg i allmänhet komma att beskattas som intäkt av kapital.

Det är tydligt att värdesäkringssyftet kommer att tillgodoses i allt mindre grad ju högre den skattskyldiges marginalskatt är. Även skattskyldiga med förhållandevis låga inkomster kan emellertid genom marginalbeskattningen få vidkännas en inte obetydlig minskning av ett indextillägg. Med hänsyn härtill uppkommer frågan, huruvida någon form av skattelindring skulle kunna införas i syfte att helt eller delvis fritaga långivaren-penningplaceraren från beskattning för indextillägg. Detta syfte skulle kunna nås om man tillämpar ett system som innebär att den skattskyldige från uppgiven intäkt av indextillägg äger tillgodoföra sig ett på visst sätt bestämt avdrag. Ett avdrag av detta slag har tidigare benämnts *värdesäkringsavdrag*.

Diskussionen kring behovet av värdesäkrade finansiella kontrakt har till stor del gällt de s. k. småspararna eller alltså personer med mindre inkomst och förmögenhet. Dessa saknar ofta möjligheter att investera i fast egendom, aktier och andra reala tillgångar, vars värde stiger i takt med den allmänna prisnivån. Vad särskilt angår aktieplaceringar torde en spridning över tillräckligt många aktier i olika företag för att på så sätt uppnå en utjämning av riskerna inte alltid vara möjlig. Ett värde-

säkringsavdrag som har till syfte att från beskattning fritaga indextillägg på kapitalplaceringar av viss begränsad storlek kan sålunda motiveras av önskemålet att främst tillgodose småspararnas intresse av värdesäkra placeringsformer.

För att ett sådant värdesäkringsavdrag skall kunna fylla sin avsedda funktion bör det i princip vara så utformat, att den reala storleken av det belopp som skall värdesäkras blir helt oberoende av en högre eller lägre grad av inflation. Det får bli en avvägningsfråga hur stora placeringar man på dylikt sätt vill göra oberoende av inkomstbeskattningen. Till jämförelse kan nämnas att de från och med 1962 års taxering gällande extra avdragen från inkomst av kapital utgör 400 kr för ensamstående och 800 kr för gift och därmed jämställd skattskyldig. Värdesäkringsavdrag av denna storlek skulle vara tillräckliga för att från beskattning fritaga indextillägg som motsvarar en prisstegring av 4 % på 10 000 resp. 20 000 kr. Som arbetshypotes torde kapitalplaceringar av denna storleksordning kunna godtagas.

5.2 Gällande bestämmelser om extra avdrag från inkomst av kapital

Beträffande medgivandet av extra avdrag från inkomst av kapital gäller från och med 1962 års taxering följande bestämmelser.

Enligt 39 § 3 mom. KL äger fysisk person, som haft annan intäkt av kapital än intäkt av fastighet i utlandet eller av utomlands självständigt bedriven rörelse, åtnjuta extra avdrag med 400 kr såvitt gäller ensamstående och med 800 kr för makar gemensamt såvitt gäller gift med maken sammanlevande skattskyldig, allt under förutsättning att skillnaden mellan bruttointäkten och de i 1 mom. avsedda kostnaderna (gäldränta och förvaltningskostnad) uppgår till de angivna beloppen. Det extra avdraget får sålunda inte utnyttjas på sådant sätt att underskott i förvärvskällan därigenom uppkommer.

Det ligger i sakens natur att det nuvarande extra avdraget kan komma att fungera som ett slags värdesäkringsavdrag i fråga om såväl penninglån som indexlån. I vad mån så blir fallet är emellertid beroende av kapitalets och prisstegringens storlek. Allmänt kan sägas att det är i hög grad ovisst, huruvida det extra avdraget kan komma att fylla funktionen som värdesäkringsavdrag, eftersom man inte med bestämdhet kan förutsäga hur den framtida penningvärdeutvecklingen kommer att gestalta sig. Om man vill stimulera till ett nysparande i form av indexlån måste i varje fall ett särskilt värdesäkringsavdrag ha sin givna betydelse. Med ett sådant avdrag kommer nämligen osäkerheten beträffande den reala avkastningen efter skatt att elimineras såvitt gäller indexlån av viss begränsad storlek.

5.3 Värdesäkringsavdragets konstruktion samt villkoren för dess åtnjutande

På motsvarande sätt som det förutnämnda extra avdraget endast tillerkännes fysisk person och endast får åtnjutas från inkomst av kapital synes värdesäkringsavdraget endast böra tillkomma fysisk person och endast i den mån denne redovisar indextillägg som intäkt av kapital. Det kan emellertid diskuteras, om inte en rätt till värdesäkringsavdrag borde tillerkännas även oskifta dödsbon. Som skäl härför kan bland annat anföras att beskattningen är progressiv även för dessa skattesubjekt samt att det kan synas mindre tilltalande att slopa rätten till värdesäkringsav-

drag av den anledningen att indexlånets innehavare avlider. Å andra sidan skulle en rätt för oskifta dödsbon att komma i åtnjutande av värdesäkringsavdrag medföra att reglerna om värdesäkringsavdrag och om extra avdrag kommer att avvika från varandra såtillvida som värdesäkringsavdraget skulle tillerkännas såväl fysiska personer som oskifta dödsbon, medan det extra avdraget uteslutande blev förbehållet fysiska personer.

Med hänsyn till syftet med värdesäkringsavdrag må framhållas, att dylikt avdrag endast bör få åtnjutas från intäkt av indextillägg samt att avdraget inte får ge upphov till sådant underskott, för vilket avdrag medges vid taxeringen. Detta innebär att värdesäkringsavdraget inte till någon del får avräknas från annan intäkt av kapital än indextillägg, samt att avdraget endast får utnyttjas till belopp som motsvarar indextillägget för det fall att det för visst beskattningsår fastställda värdesäkringsavdraget skulle vara högre än det för samma år upplupna indextillägget.

Om värdesäkringsavdraget i likhet med det extra avdraget konstrueras som ett avdrag, vilket årligen får åtnjutas i den mån indextillägg redovisas som intäkt av kapital, kommer ett sådant avdrag att fylla sin uppgift i fråga om indexlån med indextillägg som årligen utbetalas eller som under beskattningsåret eller i nära anslutning till detta är att anse som tillgängligt för lyftning. Så torde bli fallet exempelvis med sådant indextillägg som — i likhet med ränta — gottskrives inlåningsräkning i bank per den 31 december varje år. För indexlån med kapitaliserade indextillägg kommer däremot indextilläggen inte att bli tillgängliga för lyftning förrän vid lånetidens utgång eller delvis dessförinnan i samband med lånets amortering. Detta medför att man inte kan tillämpa ett system med årliga värdesäkringsavdrag, såvida man inte tillika gör avsteg från kontantprincipen och årligen redovisar upplupna indextillägg som inkomst. En sådan metod har emellertid enligt vad som framgår av avsnitt 3 ansetts inte kunna förordas, i varje fall inte såvitt gäller förvärvskällan inkomst av kapital. Det må tilläggas att det såvitt kunnat utrönas inte heller är möjligt att införa en rätt till valfrihet mellan redovisning av upplupet indextillägg, å ena sidan, samt redovisning av uppburet indextillägg, å andra sidan. En dylik valfrihet skulle nämligen bland annat medföra betydande taxeringstekniska svårigheter samt leda till bristande likformighet och kontinuitet vid beskattningen.

Kumulerat värdesäkringsavdrag

Om kontantprincipen genomgående tillämpas i fråga om indextillägg i förvärvskällan inkomst av kapital innebär detta att man för att kunna fritaga ett kumulerat indextillägg från beskattning måste medge ett *kumulerat värdesäkringsavdrag*. Den omständigheten, att ett system med kumulerade värdesäkringsavdrag kan komma att medföra att betydande belopp på en gång får avdragas i form av värdesäkringsavdrag, torde i och för sig inte utgöra tillräckligt bärande skäl för att avvisa ett dylikt system. Emellertid har det visat sig, att ett system med kumulerade värdesäkringsavdrag kommer att förorsaka betydande svårigheter och komplikationer såväl för de skattskyldiga som för taxeringsmyndigheterna. I synnerhet gäller detta om den skattskyldige samtidigt är innehavare av flera indexlån med olika emissions- och inlösningstidpunkter. Man måste nämligen i ett sådant fall gå tillbaka i tiden för att konstatera, huruvida ett för visst år fastställt kumulerat värdesäkringsavdrag kan utnyttjas för detta år med hän-

syn till storleken av tidigare förefintliga placeringar i indexlån. Ett sådant förfaringssätt måste bli mycket komplicerat och tidsödande. Den antydda metoden för tillgodoförande av kumulerat värdesäkringsavdrag torde därför inte vara praktiskt möjlig att genomföra.

Balanserade värdesäkringsavdrag

En annan form för tillgodoförande av värdesäkringsavdrag utan att kontantprincipen behöver frångås har jämväl diskuterats. Denna metod förutsätter, att man gör avsteg från den tidigare angivna principen att värdesäkringsavdrag får tillgodoföras den skattskyldige endast om denne för det ifrågavarande beskattningsåret redovisar indextillägg som intäkt. Metoden innebär i korthet att den skattskyldige årligen får räkna sig tillgodo ett värdesäkringsavdrag. Om detta avdrag helt eller delvis inte kan avräknas från uppburna indextillägg balanseras avdragsbeloppet eller del därav till nästkommande beskattningsår, varefter man förfar på motsvarande sätt även i fortsättningen. Vid viss tidpunkt kommer alltså den skattskyldige att ha ett »tillgodohavande» i form av icke utnyttjade värdesäkringsavdrag, som därefter avräknas från då uppburet indextillägg. Man kan sålunda tala om en metod med *balanserade värdesäkringsavdrag*. Denna metod innebär med andra ord att det för visst år fastställda värdesäkringsavdraget utnyttjas i den mån så kan ske med hänsyn till storleken av kontant uppburet och därför som intäkt redovisat indextillägg och att icke utnyttjade avdrag fortlöpande tillgodoföres den skattskyldige för att åtnjutas vid den senare tidpunkt, då indextillägg blir tillgängligt för lyftning. För att denna metod skall leda till ett riktigt beskattningsresultat måste emellertid en spärregel uppställas av innebörd, att det för visst år fastställda värdesäkringsavdraget inte får under året utnyttjas eller framdeles åtnjutas till sammanlagt högre belopp än som motsvarar under året upplupna indextillägg. I åtskilliga fall torde det därvid utan vidare stå klart, att det för ifrågavarande beskattningsår fastställda värdesäkringsavdraget understiger det under samma år upplupna indextillägget, varför hela avdraget för framtida utnyttjande kan tillgodoräknas den skattskyldige. I andra fall åter måste man företa en särskild uträkning av upplupet indextillägg så att inte värdesäkringsavdrag tillgodoräknas den skattskyldige med för högt belopp. Denna uträkning kan bli ganska besvärlig och tidsödande, om storleken av den skattskyldiges indexreglerade kapital växlar under året. Man måste nämligen i sådant fall verkställa en exakt uträkning av upplupet indextillägg med ledning av kapitalets förändringar under olika perioder av beskattningsåret på liknande sätt som för närvarande sker vid beräkning av den årliga räntan på innestående bankmedel.

För att en metod med balanserade värdesäkringsavdrag skall kunna fungera på ett tillförlitligt sätt blir det nödvändigt att vid varje års taxering fastställa beloppet av inte utnyttjade värdesäkringsavdrag och att på ett eller annat sätt registrera ifrågavarande belopp (»utgående balans»), så att det av tillgängliga handlingar klart framgår, huruvida den skattskyldige har något tillgodohavande samt, om så är fallet, dess storlek. Detta belopp synes därför lämpligen böra av taxeringsmyndigheten antecknas å en därför avsedd plats i självdeklarationen samt av vederbörande lokala skattemyndighet införas i särskild kolumn av inkomstlängden. Därjämte torde den skattskyldige varje år böra underrättas om storleken av befintligt tillgodohavande.

Ett system med balanserade värdesäkringsavdrag kommer att utgöra ett helt nytt inslag i skattesystemet. Det är därför inte möjligt att med någon grad av bestämdhet förutsäga, hur ett dylikt system kan komma att verka i praktiskt deklarations- och taxeringsarbete. Om indexlån blir mera allmänt förekommande kommer emellertid taxeringsmyndigheterna att i förevarande avseende påläggas ett merarbete, som kan befaras bli både betungande och komplicerat. Det ligger i sakens natur, att detta arbete måste kräva stor noggrannhet från dessa myndigheters sida.

Villkor för värdesäkringsavdrag

För den händelse värdesäkringsavdrag skulle införas i beskattningssystemet torde det böra ankomma på Kungl. Maj:t att till varje års taxering fastställa det belopp, vartill avdraget skall uppgå. Eftersom värdesäkringsavdraget har till syfte att förhindra en beskattning, som förorsakas av förändringar i den allmänna prisnivån, bör avdraget fastställas på grundval av en allmän prisnivåindex. Med hänsyn härtill torde konsumentprisindex vara en lämplig index för beräkning av värdesäkringsavdraget.

Värdesäkringsavdraget utgör en förmån som är avsedd att komma alla fysiska personer till godo, ehuru den närmast tar sikte på skattskyldiga med mindre förmögenhet. Då värdesäkringsavdraget är avsett för indexlån som regleras med en allmän prisnivåindex synes det rimligt att uppställa kravet, att förmånen anknytes till just denna typ av indexlån eller alltså till sådana lån som baserar sig på samma index som värdesäkringsavdraget. Om sålunda värdesäkringsavdraget för varje år fastställes med ledning av konsumentprisindex, bör avdraget endast få tillgodoföras från sådant indextillägg som grundar sig på denna index. Däremot bör den omständigheten, att en indexklausul, som grundar sig på konsumentprisindex, inte medger 100-procentig utan kanske endast 50-procentig kompensation för penningvärdeförsämring, inte medföra någon annan inskränkning i rätten till värdesäkringsavdrag än som enligt vad tidigare sagts betingas av att värdesäkringsavdraget inte får utnyttjas till högre belopp än som motsvarar indextillägget. Genom att värdesäkringsavdraget på angivet sätt medges endast från indextillägg som grundar sig på en viss index, kan det antas, att långivarna kommer att placera sina medel i sådana indexlån som baserar sig på denna index. I taxeringstekniskt avseende måste detta givetvis vara till fördel, eftersom beräkning och kontroll av indextillägg och värdesäkringsavdrag härigenom underlättas.

Det fastställda värdesäkringsavdraget bör grunda sig på prisutvecklingen under hela det föregående kalenderåret och är sålunda avsett att från beskattning fritaga indextillägg som *för helt år räknat* belöper å kapitalplaceringar i storleksordningen 10 000 resp. 20 000 kr. Något hinder bör alltså inte möta att samma värdesäkringsavdrag för halvt år räknat medför skattefrihet för indextillägg å ett kapital av 20 000 resp. 40 000 kr eller, räknat för kvartal, för indextillägg å ett kapital av 40 000 resp. 80 000 kr osv.

Kontrollåtgärder

Om bestämmelser angående medgivande av värdesäkringsavdrag utfärdas i enlighet med tidigare angivna riktlinjer uppkommer frågan, hur man skall kunna kontrollera, att indextillägg utgår enligt samma index som värdesäkringsavdraget. En möjlighet är att infordra indexlåneavtalet, men det vore givetvis

enklare att låta den skattskyldige i självdeklarationen avge en försäkran beträffande den index som tillämpas. Man kan också tänka sig att i varje fall sådana indexlån, som kan förväntas få en större spridning, blir inregistrerade hos någon myndighet, förslagsvis riksskattenämnden, om lånet regleras enligt samma index som värdesäkringsavdraget. Till varje års taxering skulle det sedan ankomma på registreringsmyndigheten att upprätta en förteckning över inregistrerade indexlån. Genom en sådan förteckning skulle taxeringsmyndigheterna på ett enkelt men ändock effektivt sätt beträffande flertalet utelöpande indexlån kunna förvissa sig om, huruvida redovisade indextillägg grundar sig på samma index som värdesäkringsavdraget. På så sätt skulle bestyret med infordrande av indexlåneavtal och andra kontrollåtgärder betydligt kunna inskränkas. Härvid förutsättes att den skattskyldige i den s. k. förmögenhetsbilagan eller i deklarationsbilagan »Specifikation över bankfordringar och värdepapper» angivit sådana beteckningar för ifrågavarande indexlån att desamma utan svårighet kan återfinnas i förteckningen.

»Värdesäkringstillägg»

För fullständighetens skull må framhållas att om långivaren vid stigande index medges värdesäkringsavdrag från intäkt av indextillägg, bör han vid fallande index inte tillgodoföras ett ograverat indexavdrag utan bör detta avdrag — helt eller delvis — minskas med ett belopp motsvarande det inträffade prisfallet. Denna minskning av indexavdraget kan lämpligen ske på så sätt att som intäkt redovisas ett »värdesäkringstillägg», som vid fallande index kommer att beräknas på samma sätt och fylla samma funktion som värdesäkringsavdraget vid stigande index.

5.4 Praktiska svårigheter och konsekvenser

Anledningen till att frågan om värdesäkringsavdrag upptagits till behandling är att det ansetts önskvärt att undersöka de möjligheter som kunde finnas att med tillämpning av en i övrigt nominalistisk princip för beskattning av indexlån åstadkomma en värdesäkring av vissa till storleken begränsade kapitalplaceringar genom att indextilläggen på sådana placeringar blir skattefria. Den föregående framställningen torde utvisa, att möjligheterna att förverkliga en dylik målsättning genom medgivande av värdesäkringsavdrag är ganska små i fråga om indexlån med kapitaliserade indextillägg. I synnerhet gäller detta om man tillämpar kontantprincipen vid redovisning av indextillägg på dylika lån. Denna princip torde emellertid vara den enda, som i detta sammanhang kan komma i fråga, eftersom en redovisning av upplupna indextillägg i förvärvskällan inkomst av kapital skulle innebära ett alltför stort avsteg från gällande rätt och dessutom även i andra avseenden medföra påtagliga nackdelar. I fråga om lån med årligen utbetalade indextillägg torde däremot ett system med värdesäkringsavdrag vara betydligt lättare att handha. Om man emellertid inför ett dylikt system, kan det inte gärna förbehållas endast sistnämnda typ av indexlån utan måste omfatta även sådana lån, där indextillägget uppbäres först vid lånetidens utgång.

Om taxeringstekniska svårigheter av olika slag medför att man måste ställa sig i hög grad tveksam gentemot införandet av värdesäkringsavdrag, finns det även andra omständigheter som gör att denna tveksamhet ytterligare förstärkes. Sålunda kan en skattskyldig genom att uppta ett indexlån och placera de erhållna medlen i ett annat indexlån vinna icke avsedda lättnader i beskatt-

ningen. Han får nämligen i egenskap av låntagare avdrag för erlagt indextillägg men beskattas i egenskap av långivare inte för uppburet indextillägg om kapitalplaceringen är av viss begränsad storlek. Häremot kan visserligen invändas att det redan enligt gällande rätt finns möjligheter att på liknande sätt göra en skattefri vinst genom utnyttjande av det extra avdraget från inkomst av kapital. Det må dock framhållas att sistnämnda avdrag är begränsat till sin storlek, medan ett värdesäkringsavdrag, som konstrueras i enlighet med vad som angivits i den föregående framställningen, i princip är obegränsat för kapitalplaceringar som håller sig inom angivet maximum. För att omöjliggöra tidigare omnämnda förfaranden kan man visserligen tänka sig att införa bestämmelser av innebörd att skattskyldig går miste om rätten till värdesäkringsavdrag, om han i syfte att göra en skattefri vinst samtidigt har en indexreglerad skuld och en indexreglerad fordran. Det torde dock möta betydande svårigheter att utröna det bakomliggande syftet med att den skattskyldige samtidigt uppträder som låntagare och långivare.

Vid bedömandet av frågan huruvida värdesäkringsavdrag skall införas i beskattningssystemet måste även beaktas att existensen av ett dylikt avdrag i tider av fallande penningvärde kommer att medföra ett skattebortfall, vilket förstoras ju kraftigare prisstegringen blir. Vidare kommer ett system med värdesäkringsavdrag endast till en början att verka stimulerande på benägenheten att verkställa kapitalplaceringar i form av indexlån. Sedan placeringarna nått en storlek som motsvarar fastställt maximum för skattefria indextillägg torde benägenheten att verkställa ytterligare placeringar i indexlån väsentligt komma att avta.

5.5 Schablonmässigt värdesäkringsavdrag

Av vad som tidigare anförts framgår att betydande taxeringstekniska svårigheter skulle uppstå om värdesäkringsavdrag av angiven konstruktion införes i skattesystemet. Med hänsyn härtill skulle man kunna överväga att få till stånd ett värdesäkringsavdrag av mera schablonartad beskaffenhet eller alltså ett avdrag, som påminner om det nuvarande extra avdraget från inkomst av kapital. Storleken av detta schablonmässiga värdesäkringsavdrag skulle alltså fixeras och anges i skattelagen. Avdraget bör få åtnjutas endast av sådana skattskyldiga som innehar indexlån av viss godkänd typ, exempelvis indexlån som grundar sig på konsumentprisindex. Detta innebär att avdraget endast får avräknas från indextillägg som utgår enligt godkänd indexklausul och sålunda inte från annan intäkt av kapital. Det schablonmässiga värdesäkringsavdraget bör i likhet med det extra avdraget vara konstruerat som ett årligt avdrag och kommer därför att få sin huvudsakliga betydelse för sådana indexlån, där indextillägget varje år är tillgängligt för lyftning.

KAPITEL 9

Real beskattning av reallån; nominalistisk beskattning av övriga indexlån

Inledning

Beskattningsfrågan intar för indexlånens del en central ställning. Sättet för lösandet av denna fråga blir därför avgörande för, i vilken omfattning indexlånens egenskap att utgöra värdesäkra (realt garanterade) kontrakt kan förverkligas. Om indextillägg beskattas hos långivarna-penningplacerarna kommer uppenbarligen en dylik åtgärd i konflikt med indexlånens huvudsyfte, nämligen att sådana lån skall vara värdesäkra och sålunda helt oberoende såväl av förändringar i penningvärdet som av inverkan genom beskattningen. Om beskattning sker blir givetvis bristerna i värdesäkringen allt större ju högre marginalskatt långivaren har att erlägga. Om man sålunda vill fullt tillgodose indexlånens huvudsyfte, torde detta inte kunna ske på annat sätt än genom att långivaren helt fritages från beskattning för indextillägg. Av den tidigare berörda reciprocitetsprincipen följer då att låntagaren inte bör medges avdrag för det indextillägg som han utbetalar till långivaren.

Vid diskussionen av en real beskattning måste utgångspunkten vara, att man tillämpar en *real värdering* av inkomster, avkastning och vinster samt att man har tillgång till en god mätare av vad som i allmänhet uppfattas som prisnivåförändringar. En allmän konsumtionsprisindex torde härvid kunna tjäna som mätare av dessa förändringar. Med en beskattning utformad enligt reala principer minskar då osäkerheten beträffande det reala värdet av framtida skatteförpliktelser.

Den fråga som i detta sammanhang är av dominerande intresse gäller beskattningen av kapitalinkomster och kapitalvinster. En real beskattning i dessa avseenden innebär att kapitalet alltid skall hållas realt oförändrat samt att endast real avkastning och real vinst skall bli föremål för beskattning. För en låntagare innebär den reala principen att det återbetalade totala beloppet uppdelas på real kapitalåterbetalning, som inte är avdragsgill, samt real kapitalkostnad, för vilken avdragsrätt gäller. I enlighet härmed skall indextillägg och indexavdrag i princip inte påverka vare sig långivarens eller låntagarens inkomstbeskattning. Indextillägget skall alltså varken beskattas hos långivaren eller medges till avdrag hos låntagaren. På motsvarande sätt skall indexavdraget utgöra icke avdragsgill kostnad hos långivaren resp. icke skattepliktig intäkt hos låntagaren.

Indexlånen tar sikte på att skydda långivarna-penningplacerarna mot penningvärderisker. Med hänsyn härtill synes en allmän prisnivåindex, exempelvis konsumentprisindex, vara en lämplig mätare av penningvärdets förändringar. I det följande förutsättes att endast *en* typ av indexlån, nämligen indexlån som regleras medelst en allmän konsumtionsprisindex, skall behandlas enligt real beskattningsmetod. Dylika lån benämnes också *reallån*. Motiven för

att just reallånen utväljes är att regleringsindex för dessa lån utgöres av den index, som bäst motsvarar det reala betraktelsesättet, samt att särskiljandet av realt kapital (inklusive indextillägg) från real kapitalintäkt inte torde ge upphov till några problem. Övriga typer av indexlån, oavsett huruvida desamma grundar sig på en index eller på andra tal eller storheter, antas bli föremål för nominalistisk beskattning. Här bör emellertid anmärkas att några speciella svårigheter inte torde behöva uppkomma, om man tillämpar en real beskattningsmetod även för vissa andra typer av indexlån än reallån och sålunda varken beskattar eller medger avdrag för indextillägg på sådana lån. Detta gäller dock endast under förutsättning att indexklausulen är avfattad på ett sådant sätt, att ränta och indextillägg utan svårighet kan åtskiljas.

I anslutning till den ovan gjorda gränsdragningen mellan reallån å ena sidan samt övriga indexlån å andra sidan må framhållas att det inte kan ifrågakomma att förbjuda andra typer av indexlån än reallån. Ett dylikt förbud skulle säkerligen bli mycket svårt att upprätthålla, eftersom indexklausuler kan utformas på en mångfald olika sätt. Dessutom kan andra typer av indexlån än reallån, oaktat dylika indexlån blir föremål för nominalistiska beskattningsåtgärder, i vissa fall komma att föredras av såväl långivare som låntagare. Det ligger emellertid i sakens natur, att det ur taxeringssynpunkt skulle vara en stor vinning, om endast en enda typ av indexlån förekom i marknaden. Vare sig en konsumtionsprisindex eller eventuellt någon annan index kan komma att godtas som ett auktoritativt uttryck för den allmänna prisutvecklingen, bör det ur skattemässig synpunkt vara ett oeftergivligt krav, att denna index är så klart angiven och definierad i skattelagstiftningen att ingen som helst tvekan kan uppstå, huruvida en indexklausul i det enskilda fallet fyller förutsättningarna för real beskattning eller ej.

Det måste dock kraftigt betonas, att man genom en dylik lagstiftning inte erhåller fullständiga garantier för att samtliga kontrakt avslutade med indexklausul av det ovan angivna slaget faktiskt blir föremål för en real beskattning. Möjligheter finnes således att konstruera indexlån, där någon uppdelning av »ränta» och »indextillägg» i skattelagens mening inte sker, utan låntagarens reala åtaganden kommer till synes endast såsom en rörlig ränta. Härmed avses inte i första hand de i kap. 3 nämnda lånen med nominalt fixerat kapitalbelopp och ett rörligt tillägg, svarande mot prisstegringen under ränteterminen, även om också här svårigheter kan uppstå att lokalisera indexlån av detta slag. Aktuell i detta sammanhang blir i stället den typ av indexlån, där en nominal maximiränta avtalas, vilken sedermera reduceras med det antal procentenheter, varmed den årliga prisstegringen understiger ett visst tal. Dylika lån kommer att fungera som indexlån med ett nominalt tak. För prisförändringar inom det avtalade intervallet kommer det således att fungera som ett obegränsat reallån. Såvitt nu kan bedömas torde inga möjligheter föreligga att för sådana lån särskilja de utbetalningar, som är ränta resp. indextillägg. Ur rättslig synpunkt är ett dylikt lån således att betrakta som ett penninglån med rörlig ränta.

Det väsentliga är nu, att prisbildningen i en dubbel kreditmarknad med skiljaktiga beskattningsprinciper för reallån och andra låneformer kan förväntas bli sådan, att de långivare, som inte alls eller endast till en mindre del beskattas för sina ränteinkomster (t. ex. skattefria stiftelser, livförsäkringsbolag,

m. fl.), kommer att föredra penninglån *eller* sådana indexlån, vars avkastning i dess helhet är föremål för beskattning men samtidigt är avdragsgill hos låntagaren, varigenom möjligheten uppstår att erhålla en *högre* avkastning för dessa lån än för indexlån beskattade enligt en real princip.

I och med att vissa långivargrupper kan antas uppvisa en tendens att föredra indexlån med beskattade indextillägg, måste man räkna även med andra slag av operationer i syfte att kringgå lagens bestämmelser om real beskattning utan att därför behöva använda sig av penninglån eller mycket speciella indexklausuler. Det kan sålunda visa sig vara svårt att avgöra, till vilken beskattningskategori ett indexlån skall hänföras, även om detta visserligen bygger på konsumentprisindex men där vissa förändringar vidtagits i regleringsindex, t. ex. på det sättet att den inte omfattar *samtliga* de varor eller varugrupper som ingår i konsumentprisindex.

Det torde sålunda vara nödvändigt att konkludera att den reala beskattningen av indexlån inte kan göras tvingande i den meningen, att parterna inte skulle ha frihet att välja den beskattningsprincip, som de önskar tillämpa vid sina avtal. En utsträckning av den reala beskattningen till att gälla samtliga *indexlån* är uppenbarligen ej någon lösning av detta problem. En konsekvent genomförd real beskattning av indexlån torde därför endast kunna uppnås, om den reala beskattningsprincipen omfattar *samtliga* kapitalinkomster och kapitalutgifter, oberoende av lånens kontraktsenheter, och därmed sålunda även penninglån. I detta kapitel kommer de ovan aktualiserade frågorna inte att ytterligare beröras. För ett studium av de skattetekniska problemen i anslutning till en allmän real beskattningsprincip för såväl indexlån som penninglån hänvisas till den tidigare omnämnda bilagan till detta betänkande angående »Real beskattning av kapitalinkomster och kapitalvinster samt därmed sammanhängande frågor».

För att erhålla en kortfattad benämning på sådana indexlån, som enligt vad ovan sagts skall beskattas enligt den nominalistiska principen, kommer dessa lån i fortsättningen att betecknas som *A-lån*, medan sådana indexlån som är avsedda att i beskattningshänseende behandlas enligt en real princip betecknas som *B-lån*.

Den följande framställningen utgår åtminstone till en början ifrån att det skall vara möjligt att i gällande nominalistiska skattesystem införa en sådan typ av indexlån som B-lån. Med hänsyn härtill ligger det i sakens natur att framställningen kommer att innehålla vissa avsnitt — exempelvis beträffande inregistrering av B-lån — som med hänsyn till de i slutet av kapitlet dragna slutsatserna kan synas obehövliga. Det har emellertid ansetts önskvärt att utan förutfattade meningar undersöka möjligheterna till införande av en real metod för beskattning av indexlån i ett skattesystem som eljest bygger på den nominalistiska principen.

1. Registrering av B-lån

I inledningsavsnittet har uttalats att B-lån utgöres av sådana indexlån som i beskattningsavseende skall behandlas enligt real metod. Detta innebär vid stigande index att indextillägg utgör skattefri intäkt för långivarna samt icke avdragsgill kostnad för låntagarna.

Det synes böra ankomma på någon statlig myndighet, förslagsvis riksskattenämnden, att efter därom gjord framställning verkställa prövning av frågan, huruvida indexklausulen i det enskilda fallet är av sådan art och konstruktion

att det ifrågavarande indexlånet kan hänföras till kategorien B-lån. En sådan prövning är dock obehövlig beträffande sådana som B-lån rubricerade indexlån som staten kan komma att emittera.

För att ett indexlån skall kunna förklaras vara ett B-lån bör bland annat gälla att indexklausulen grundar sig på en i sådant hänseende godkänd index samt att klausulen är avfattad på ett sådant sätt, att ränta och indextillägg klart kan åtskiljas, och att inte heller eljest tvekan behöver råda angående räntans resp. indextilläggets storlek. I tveksamma fall bör gälla att lånet förklaras vara ett A-lån.

Sådana lån som enligt meddelat beslut ansetts uppfylla villkoren för B-lån torde böra inregistreras hos myndigheten. Lämpligen bör registreringsmyndigheten årligen upprätta en förteckning över samtliga utelöpande B-lån, så att taxeringsmyndigheterna på ett enkelt sätt kan förvissa sig om, till vilken kategori ett indexlån i det enskilda fallet är att hänföra.

2. Samtidig förekomst av A-lån och B-lån eller av penninglån och B-lån

2.1 Möjligheter till skattefria vinster

Vid samtidig förekomst av penninglån, A-lån och B-lån kommer två helt skilda beskattningsmetoder att tillämpas vid sidan av varandra, nämligen dels en nominal metod för penninglån och A-lån och dels en real metod för B-lån. Härigenom uppstår möjligheter för de skattskyldiga att göra icke avsedda skattevinster på sätt framgår av nedan återgivna exempel. Eftersom ränta och prisstegring (indextillägg) i exemplen angivits med procenttal, har det för enkelhetens skull ansetts lämpligt att beteckna nettoinkomst och nettokostnad samt vinst och förlust på motsvarande sätt.

Antag att en »dominerande» marginalskattesats av 50 % samt en allmänt förväntad prisstegring av 3 % per år är bestämmande för den räntedifferens mellan penninglån, A-lån och B-lån, som medför att de tre typerna av lån efter skatt ger samma avkastning resp. föranleder samma kostnad och sålunda i dessa avseenden kan betraktas som likvärdiga. Om räntan på penninglån i en sådan situation är 6 % blir räntan på A-lån 3 % och på B-lån 0 %.

En skattskyldig med *högre marginalskatt* än 50 % kan nu förfara på det sättet, att han som låntagare upptar ett penninglån eller ett A-lån och som långivare placerar de upplånade medlen i ett B-lån. Om hans marginalskatt är exempelvis 70 % och prisstegringen blir den förväntade eller sålunda 3 % uppkommer — vare sig upplåningen sker i form av penninglån eller A-lån — en skattefri vinst av 1,2 %. Nettoinkomsten efter skatt blir nämligen 3 % och nettokostnaden efter skatt 1,8 %. I exemplet har för enkelhetens skull förutsatts att indextilläggen årligen utbetalas. Även i fortsättningen antas att beskattningsåtgärderna såväl på intäkts- som på kostnadssidan sker fortlöpande för varje beskattningsår.

Den i exemplet framkomna vinsten är givetvis inte säker, eftersom prisstegringen kan bli mindre eller större än som förväntas, och det kan också inträffa, att i stället för vinst uppkommer förlust. Skillnaden mellan förväntad vinst och faktisk vinst eller mellan förväntad vinst och faktisk förlust blir dock mindre vid upplåning i A-lån än vid upplåning i penninglån. Man kan också uttrycka detta förhållande så, att den förväntade vinsten är *mera säker* eller risken för förlust mindre sannolik för den som upptar ett A-lån än för den, som upptar ett penninglån.

Om man sålunda antar, att den i ex-

emplet förväntade prisstegringen på 3 % inte inträder utan prisnivån i stället förblir oförändrad, kommer tidigare angiven vinst av 1,2 % att förbytas i en förlust, som vid upplåning i A-lån utgör 0,9 % men vid upplåning i penninglån 1,8 %. Vid större prisstegring än förväntat blir å andra sidan vinsten större än den beräknade, men den kommer att uppgå till lägre belopp vid upplåning i A-lån än vid upplåning i penninglån. Om sålunda prisstegringen skulle bli 6 % mot förväntade 3 % blir vinsten vid upplåning i A-lån 3,3 % men vid upplåning i penninglån 4,2 %.

För subjekt med *lägre marginalskatt* än den som vid en allmänt förväntad prisstegring bestämmer räntedifferensen mellan penninglån, A-lån och B-lån inträder omvända förhållanden mot de tidigare angivna. I ett dylikt fall måste det alltså synas fördelaktigt att som låntagare uppta ett B-lån och som långivare placera de upplånade medlen i penninglån eller A-lån. Om sålunda ett skattesubjekt med 30 % marginalskatt företar den sist angivna lånetransaktionen, uppkommer en skattefri vinst av 1,2 % under förutsättning att den allmänt förväntade prisstegringen av 3 % verkligen inträffar. Nettoinkomsten efter skatt blir nämligen 4,2 % och nettokostnaden efter skatt 3 %.

Om nu prisstegringen blir mindre än förväntat medför detta att vinsten ökar. Vid oförändrad prisnivå blir sålunda vinsten 4,2 % vid utlåning i penninglån och 2,1 % vid utlåning i A-lån. Däremot kommer en prisstegring som blir större än förväntat att föranleda minskad vinst eller rentav förlust. Vid en prisstegring av 6 % uppkommer sålunda en förlust av 1,8 % vid utlåning i penninglån och en vinst av 0,3 % vid utlåning i A-lån. Som synes gäller emellertid fortfarande att skillnaden mellan förväntad vinst och faktisk vinst eller mellan förväntad vinst och faktisk förlust blir mindre vid kombinationen A-lån/B-lån än vid kombinationen penninglån/B-lån. Ur risksynpunkt är alltså kombinationen A-lån/B-lån även nu att föredra framför kombinationen penninglån/B-lån. Detta förhållande framträder alltmera tydligt ju lägre skattesatsen är. För ett subjekt med en skattesats av endast 10 % kommer sålunda den skattefria vinsten att helt elimineras först vid en prisstegring av 27 % för kombinationen A-lån/B-lån men vid en prisstegring av 5,4 % för kombinationen penninglån/B-lån. Det förutsättes givetvis fortfarande att räntesatserna för penninglån, A-lån och B-lån är de tidigare angivna eller sålunda resp. 6 %, 3 % och 0 %.

I fråga om de helt *skattefria subjekten* kan uppenbarligen en säker vinst alltid påräknas, eftersom man med fog kan anta, att räntan för penninglån och A-lån kommer att vara åtminstone något högre än räntan på B-lån.

Av de återgivna exemplen framgår att en skattskyldig genom vissa transaktioner kan tillskansa sig mer eller mindre säkra skattefria vinster. Dessa vinster kan givetvis bli mycket betydande. På grund härav finns det anledning undersöka, i vad mån man kan få till stånd sådana anordningar, att förfaranden av angivet slag omöjliggöres eller i varje fall att den skattskyldige inte får någon ekonomisk vinning därav.

En teoretiskt tänkbar möjlighet i detta syfte skulle kunna vara, att man uträknar den skattefria vinsten och därefter vid taxeringen påför den skattskyldige en fiktiv inkomst, varå skatt utgår med belopp som motsvarar denna vinst. Ett sådant förfarande måste dock i praktiken bli mycket komplicerat med hänsyn till att inkomstbeskattningen för flertalet skattesubjekt är progressiv. Dessut-

om måste beaktas att marginalskattesatsen kan komma att ändras genom höjning eller sänkning av taxeringen i högre instans. Ett sådant beskattningsförfarande som ovan antytts torde sålunda knappast kunna omsättas i praktiken. I syfte att omöjliggöra icke avsedda skattevinster blir det därför nödvändigt att pröva andra utvägar. Härvid kommer diskussionen av tänkbara lösningar att först behandla kombinationen A-lån/B-lån och därefter kombinationen penninglån/B-lån.

2.2 Kombinationen A-lån/B-lån

I fråga om kombinationen A-lån/B-lån kan en tänkbar utväg att komma till rätta med lånetransaktioner av tidigare angivet slag vara, att man helt enkelt föreskriver, att en skattskyldig med en indexreglerad skuld i form av A-lån inte samtidigt får inneha en indexreglerad fordran i form av B-lån samt att, om så ändock är fallet, båda lånen i beskattningshänseende betraktas som A-lån. Härigenom kommer alltså eljest stadgad skattefrihet för B-lånets indextillägg att bortfalla. Införandet av en dylik bestämmelse skulle — förutom syftet att förebygga skattemissbruk — även kunna motiveras med att det för den skattskyldiges vidkommande knappast torde föreligga något legitimt behov av att A-lån och B-lån samtidigt förekommer som skuld resp. fordran.

Emellertid kommer en föreskrift av angiven innebörd att medföra, att taxeringsmyndigheterna på eget initiativ måste vidta erforderliga åtgärder för att beskattning av indextillägget på B-lånet skall komma till stånd. Ett sådant beskattningsförfarande kommer sålunda att förutsätta en speciell vaksamhet från taxeringsmyndigheternas sida. Det förefaller emellertid sannolikt, att denna vaksamhet i åtskilliga fall kan komma att eftersättas, varigenom B-lånets indextillägg förblir obeskattat. På grund härav synes det vara lämpligare att »diskrimineringen» av kombinationen A-lån/B-lån i stället anknytes till avdragsrätten för A-lånets indextillägg och att sålunda yrkat avdrag för detta indextillägg förvägras. Härigenom kommer alltså taxeringsmyndighetens åtgärd att avse ett av den skattskyldige själv fixerat belopp och åtgärden aktualiseras genom att denne i självdeklarationen framställer ett avdragsyrkande. Det förutsättes härvid att indextillägg i självdeklarationen uppföres under särskild rubrik, så att avdragsyrkandets art och omfattning klart framträder.

Om avdrag vägras för indextillägg på A-lånet, kommer den skattskyldige i exemplen med 70 % marginalskatt samt 3 % resp. 6 % prisstegring att åsamkas en förlust, som i båda fallen uppgår till 0,9 % eller alltså samma förlust som i fallet med 70 % marginalskatt och oförändrad prisnivå. Åtgärden att vägra avdrag för A-lånets indextillägg kommer sålunda att få åsyftad verkan.

I de tidigare återgivna exemplen har genomgående förutsatts att A-lånet varit lika stort som B-lånet. Antag emellertid att en skattskyldig har en A-låneskuld som är större än B-lånefordringen. I ett sådant fall bör gälla att avdrag vägras för indextillägg på så stor del av A-låneskulden som motsvaras av B-lånefordringen, medan indextillägget på A-lånet i övrigt medges till avdrag. Härigenom kommer man att tillämpa en likartad regel som den, som gäller i fråga om avdrag för gäldränta i sådana fall, då aktiebolag och ekonomiska föreningar är fritagna från skattskyldighet för utdelning på aktier eller föreningsandelar. I berörda avseende hänvisas till 39 § 1 mom. 2 pkt kommunalskattelagen. Innebörden av denna bestämmelse är, att svenskt aktiebolag eller svensk

ekonomisk förening, som åtnjutit skattefri utdelning på aktier eller föreningsandelar, erhåller avdrag för ränta på gäld, som belöper på nämnda värdehandlingar, endast i den mån räntan överstiger utdelningen. Om A-låneskulden i stället för att vara större än B-lånefordringen skulle vara mindre än denna följer av vad som tidigare anförts att avdrag för indextillägg på A-låneskulden helt kommer att förvägras.

Såsom tidigare påvisats har även en skattskyldig med lägre marginalskatt än den, som vid en viss förväntad prisstegring bestämmer räntedifferensen mellan A-lån och B-lån, stora möjligheter att göra icke avsedda skattevinster. Så blir fallet om den skattskyldige upptar ett B-lån och placerar medlen i ett A-lån. Eftersom den skattskyldige i detta fall innehar A-lånet i egenskap av långivare, kan man emellertid inte tillämpa regeln att indextillägget på detta lån inte får avdragas. Man kan inte heller behandla båda lånen antingen som A-lån eller som B-lån. En sådan åtgärd leder nämligen till helt motsatt resultat än som åsyftas och medför att den skattefria vinsten blir ännu större än tidigare. Detta resultat beror givetvis på att en förmånligare beskattning inträder: i det ena fallet genom att indextillägget på B-lånet får avdragas och i det andra fallet genom att indextillägget på A-lånet inte beskattas.

Här står man alltså helt utan möjligheter att vid inkomstbeskattningen komma till rätta med lånetransaktioner av angivet slag. Det är inte heller någon mening med att endast förbjuda den samtidiga förekomsten av B-lån som skuld och A-lån som fordran, om inte ett dylikt förbud kan göras effektivt genom att man i förebyggande syfte stadgar viss påföljd för den som överträder förbudet. Hur en dylik påföljd skall vara beskaffad är emellertid en svårlöst fråga. I detta avseende har inte någon annan möjlighet kunnat utrönas än att man påför samtliga subjekt och sålunda även de skattefria subjekten en särskild avgift, vilken beräknas på ett sådant sätt, att inte ens ett skattefritt subjekt kan göra någon vinst genom att uppta ett B-lån och placera medlen i ett A-lån. Med tidigare antagen räntedifferens mellan A-lån och B-lån kommer denna vinst för ett skattefritt subjekt att uppgå till 3 % oberoende av prisstegringens storlek. Avgiftens storlek skall alltså bestämmas till 3 %, varigenom den vinst, som eljest skulle ha uppkommit genom lånetransaktionen, blir helt eliminerad.

Oavsett marginalskattens storlek skall samma avgift påföras även de skattepliktiga subjekten. Även för det tidigare angivna skattesubjektet med 30 % marginalskatt blir alltså avgiften 3 %. Vid en prisstegring av exempelvis 3 % kommer då nettokostnaden att öka från 3 % till 6 % och tidigare angiven vinst av 1,2 % förbytes i en förlust av 1,8 %. Existensen av en »straffavgift» med angiven konstruktion bör sålunda verka i hög grad återhållande på benägenheten hos skattefria subjekt och hos skattesubjekt med lägre marginalskatt än den, som bestämmer räntebildningen, att uppträda som låntagare med B-lån och som långivare med A-lån. Obenägenheten att inlåta sig på lånetransaktioner av angivet slag kommer givetvis att öka med marginalskattens höjd. För de skattepliktiga subjektens del kan sägas att man tillgriper »större våld än nöden kräver». Straffavgiften har emellertid till syfte att verka avskräckande och det är givetvis betydligt enklare att påföra en enhetlig avgift än att debitera en avgift, som varierar med marginalskatten och som då endast kommer att motsvara den uträknade vinsten i varje enskilt fall.

Förutsättningen för att en avgift av

angivet slag skall kunna införas är emellertid att det blir möjligt att vidta erforderliga kontrollåtgärder och att i förekommande fall få avgiften debiterad och uttagen. Utan att närmare ingå på dessa frågor kan man anta, att betydande svårigheter av praktisk art härvid kommer att inställa sig.

De åtgärder till förhindrande av skattefria vinster som ovan antytts innebär självfallet inte någon fullständig eller nöjaktig lösning av föreliggande fråga. I den mån en real metod för beskattning av en viss typ av indexlån anses böra införas i skattesystemet måste alltså kombinationen A-lån/B-lån bli föremål för ytterligare utredning och överväganden.

2.3 Kombinationen penninglån/B-lån

Beträffande kombinationen penninglån/B-lån framgår av den tidigare redogörelsen att även denna kombination kan ge upphov till skattefria vinster. Dessa vinster är dock *mindre säkra* än vid kombinationen A-lån/B-lån. Risken för att förlust i stället för vinst skall uppkomma är sålunda större vid en kombination av penninglån och B-lån än vid en kombination av A-lån och B-lån. Vid en för den skattskyldige gynnsam indexutveckling blir å andra sidan vinsten större vid kombinationen penninglån/B-lån än vid kombinationen A-lån/B-lån.

Enligt gällande rätt medges avdrag för räntan på ett penninglån medan den värdestegring, som för lånemedlen inköpt egendom undergår, kan bli helt skattefri. En skattskyldig kan sålunda uppta ett penninglån, vars ränta är avdragsgill, och för lånebeloppet inköpa exempelvis en fastighet eller aktier. Om fastigheten eller aktierna inte utgör omsättningstillgångar i förvärvskällan rörelse, kommer den värdestegring, som fastigheten eller aktierna under innehavstiden undergår, att bli helt skattefri om avyttring sker efter tio resp. fem år. I realiteten föreligger här samma situation som om en skattskyldig upptar ett penninglån med avdragsrätt för räntan och placerar medlen i ett B-lån med skattefrihet för indextillägget. Redan enligt gällande rätt finns alltså möjligheter att tillgodoföra sig vinster som inte blir föremål för beskattning.

Vid bedömandet av kombinationen penninglån/B-lån måste man beakta den väsentliga skillnad som föreligger mellan penninglån och indexlån — även A-lån — såtillvida som räntan på ett penninglån inte varierar i takt med prisutvecklingen utan är förhållandevis fast, medan däremot indextillägget på ett indexreglerat lån är helt beroende av de indextal som markerar prisutvecklingen, vars förlopp man emellertid inte kan förutsäga. Ovissheten om den framtida prisutvecklingen kan sålunda verka återhållande på benägenheten att uppta penninglån och placera lånebeloppet i B-lån eller att uppta B-lån och placera lånebeloppet i penninglån. Denna ovisshet blir självfallet större ju längre lånetiden är. Om det emellertid skulle vara en allmän uppfattning att man visserligen inte på något mera exakt sätt kan bedöma storleken av den prisstegring, som kan komma att inträffa under lånetiden, men att en prisstegring inom vissa gränser med hänsyn till hittills vunna erfarenheter dock anses sannolik, måste det ligga nära till hands att spekulera i detta förhållande.

Antag liksom tidigare att räntan på penninglån är 6 % och på B-lån 0 % samt att man allmänt förväntar sig en genomsnittlig prisstegring av 3 % per år. Av tidigare anförda exempel framgår att såväl ett skattesubjekt med 70 % marginalskatt som ett skattesubjekt med

30 % marginalskatt har möjligheter att tillgodoräkna sig en skattefri vinst av 1,2 %, om den förväntade prisstegringen verkligen inträder. Om prisstegringen blir större ökar vinsten för subjektet med den högre marginalskatten men minskar för subjektet med den lägre marginalskatten. I sistnämnda fall uppkommer dock ingen förlust förrän prisstegringen överstiger 4,2 %. Om åter prisstegringen blir mindre än förväntat ökar vinsten för subjektet med den lägre marginalskatten men minskar för subjektet med den högre marginalskatten. I sistnämnda fall uppkommer dock ingen förlust, förrän prisstegringen understiger 1,8 %. Om prisstegringen håller sig inom gränserna 1,8 %—4,2 %, kommer sålunda inte något av skattesubjekten att åsamkas förlust.

Vad särskilt angår skattesubjekt med höga skattesatser finns det all anledning att i tider av fallande penningvärde uppmärksamma de skattevinster, som även vid måttlig inflation kan uppkomma. Detta är så mycket mera angeläget som dessa vinster automatiskt ökar vid kraftiga prisstegringar. På sätt framgår av vad som anförts beträffande kombinationen A-lån/B-lån kan det emellertid inte vara praktiskt genomförbart att genom någon form av beskattningsförfarande omöjliggöra uppkomsten av sådana vinster. Man kan självfallet inte heller gå så långt, att man förklarar att avdrag för räntan på penninglånet inte får åtnjutas eller att indextillägget på B-lånet skall beskattas. Detta skulle ju innebära, att skuldsatta skattesubjekt med höga marginalskattesatser över huvud taget inte kan placera någon del av sina medel i B-lån utan att härigenom få vidkännas ekonomisk förlust. Man kan sålunda inte undvika att penninglån och B-lån förekommer vid sidan av varandra och att en kombination av dessa båda låneformer i beskattningshänseende kan medföra icke önskvärda konsekvenser.

3. Bank- och annan penningrörelse samt försäkringsrörelse

Enligt gällande rätt får indexlån i bank- och annan penningrörelse samt i försäkringsrörelse anses utgöra omsättningstillgångar (varulager) i likhet med vad som i princip är fallet beträffande övriga värdehandlingar. Detta innebär att indextillägg, som uppbäres eller utges av banker och försäkringsföretag, utgör intäkt eller kostnad i förvärvskällan rörelse. Frågan blir då, om indextillägg även för reallånens (B-lånens) del skall hänföras till skattepliktig intäkt resp. avdragsgill kostnad hos ifrågavarande skattesubjekt. Om så sker kommer uppenbarligen tidigare angiven definition på B-lån inte att gälla för banker och försäkringsföretag.

Vad först angår *banker*, vilken beteckning i fortsättningen användes för att beteckna även övriga kreditinstitut, må framhållas följande. En nominal beskattning av B-lån hos banker medan dessa lån hos övriga skattesubjekt behandlas enligt real beskattningsmetod kommer att leda till icke önskvärda resultat. Detta framgår av vad som anförts i kap. 7.2.4 om kreditinstitutens beskattning. Den samtidiga tillämpningen av två olika metoder för beskattning av B-lån innebär bland annat följande.

Om B-lån hos banker behandlas enligt den nominala metoden, kommer bankerna i beskattningshänseende att få åtnjuta en förmån, som inte tillkommer andra skattesubjekt, nämligen att indextillägg på B-lån utgör vid taxeringen avdragsgill kostnad. Antag liksom tidigare att räntedifferensen mellan penninglån och realt beskattade indexlån eller sålunda B-lån utanför banksystemet grundar sig på en marginal-

skattesats av 50 % och en allmänt förväntad prisstegring av 3 % samt att räntan på penninglån är 6 % och på B-lån 0 %. Om bankerna har att erlägga skatt efter samma skattesats måste det för bankerna synas ekonomiskt fördelaktigt att vid tillämpning av nominal beskattning verkställa inlåning i form av B-lån och utlåning i form av penninglån. Under förutsättning att den förväntade prisstegringen inträder uppkommer nämligen en skattefri vinst av 1,5 %, som inte har någon motsvarighet hos skattesubjekt utanför banksystemet. Denna vinst är en följd av den skattelindring som inträder genom att indextilläggen på B-lånen utgör för bankerna avdragsgill kostnad. Eftersom vinsten inte har något samband med den rörelsevinst, som uppkommer på grund av att de nominala räntesatserna för utlåningsverksamheten är högre än de nominala räntesatserna för inlåningsverksamheten, förefaller det sannolikt, att räntedifferensen mellan penninglån och B-lån hos bankerna göres mindre än tidigare antagits. Detta kan ske antingen genom att utlåningsräntan för penninglån sänkes eller genom att inlåningsräntan för B-lån höjes. Man kan också tänka sig en kombinerad sänkning och höjning av ifrågavarande räntesatser. Om en dylik minskning av räntedifferensen mellan penninglån och B-lån inträder, måste detta emellertid leda till att de enskilda skattesubjekten finner det vara betydligt förmånligare att sluta låneavtal med en bank än med ett subjekt utanför banksystemet. Om sålunda eljest rådande räntedifferens av bankerna minskas genom sänkning av utlåningsräntan för penninglån, blir det lönande för en låntagare att med förbigående av lånemarknaden i övrigt uppta penninglån i en bank. På motsvarande sätt är det fördelaktigt för en långivare att placera sina medel i bank, om bankerna minskar räntedifferensen genom höjning av inlåningsräntan för B-lån.

Det får anses ligga i sakens natur, att en samtidig tillämpning av två helt skilda metoder för beskattning av B-lån hos banker å ena sidan och hos övriga skattesubjekt å andra sidan måste leda till allvarliga komplikationer. På grund härav bör B-lån även hos bankerna behandlas enligt en real beskattningsmetod även om indexlånens nuvarande karaktär av omsättningstillgång härigenom går förlorad. Om så sker kommer alltså indextillägg på B-lån att även hos bankerna utgöra skattefri intäkt resp. icke avdragsgill kostnad. Det är emellertid självfallet av vikt, att B-lånens indextillägg (och indexavdrag) i dylikt fall uppföres särskilt i bankernas bokföring och sålunda inte sammanblandas med övriga intäkter och kostnader i rörelsen. I den följande framställningen förutsättes att B-lån även hos banker behandlas enligt real beskattningsmetod.

Beträffande kombinationen A-lån/B-lån hos bankerna får i allt väsentligt anses gälla vad som under avsnitt 2.2 anförts rörande motsvarande kombination hos skattesubjekt utanför banksystemet. Även om bankerna har till huvudsaklig uppgift att bedriva såväl inlåning som utlåning av pengar måste sålunda denna kombination även för bankernas vidkommande betecknas som icke önskvärd.

I fråga om den skattemässiga behandlingen av B-lån hos *försäkringsföretag* synes motsvarande bestämmelser böra gälla som beträffande B-lån hos banker. Oaktat indexlån enligt gällande rätt är att anse som omsättningstillgångar även hos försäkringsföretag bör sålunda B-lån vid beskattningen av dessa företag behandlas enligt real metod.

Av ovanstående framgår att en real

beskattning av reallån inte kan förbehållas endast vissa skattesubjekt utan att denna beskattningsmetod bör gälla för samtliga skattesubjekt.

4. B-lån och realisationsvinstbeskattning

Huvudsyftet med indexlån får anses vara att möjliggöra långsiktiga kapitalplaceringar som behåller sitt reala värde. Det spekulativa moment, som ligger till grund för realisationsvinstbeskattningen, går därför inte att förena med värdesäkringstanken som sådan. Emellertid kan det givetvis förekomma, att indexreglerade värdehandlingar avyttras inom den tid av fem år, som gäller för realisationsvinstbeskattning av lös egendom. Man kan då ställa frågan, huruvida en vid sådan avyttring uppkommen nominal vinst, som är föranledd av förändringar i den allmänna prisnivån, skall beskattas som realisationsvinst även beträffande sådana indexlån, vilka betecknats som B-lån och som sålunda i princip skall behandlas enligt real beskattningsmetod med skattefrihet för indextilläggen (den nominala vinsten) som följd.

En sådan beskattningsåtgärd kommer otvivelaktigt att innebära ett markant avsteg från den reala beskattningsprincip, som är avsedd att tillämpas beträffande B-lån. Ett konsekvent fullföljande av denna princip kräver sålunda, att indextillägg på B-lån såsom utgörande enbart nominal vinst inte blir föremål för realisationsvinstbeskattning. På sätt framgår av den följande framställningen finns det också andra skäl, som talar för att man även vid realisationsvinstbeskattningen intar denna ståndpunkt. Däremot skall givetvis beskattning ske av den reala vinst, som vid avyttringen kan uppkomma, exempelvis till följd av sådan kursstegring som är föranledd av förändringar i ränteläget. Beräkningen av denna reala vinst kan då ske på sätt som föreslagits i kap. 8.2.2. Denna beräkning innebär, att under innehavstiden upplupet indextillägg utbrytes från den i samband med avyttringen uppkomna totala vinsten. Därefter kvarstående belopp kommer alltså att utgöra real vinst eller, vilket också kan inträffa, real förlust.

Mot införandet av en real metod för realisationsvinstbeskattning av B-lån skulle kunna invändas att eftersom en nominal värdestegring på exempelvis en fastighet eller aktier enligt gällande rätt kan beskattas som realisationsvinst, lika väl borde en sådan värdestegring på ett B-lån bli föremål för motsvarande beskattningsåtgärd. Denna invändning är i och för sig riktig. Man måste dock beakta, att den diskrepans, som i beskattningshänseende inträder vid avyttring av realt beskattade indexlån å ena sidan samt annan egendom å andra sidan, är en följd av att man i ett skattesystem, som är grundat på den nominalistiska principen, inför en real beskattningsmetod för en viss typ av egendom för att just denna egendom oberoende av prisnivåförändringar och inverkan genom beskattningen skall kunna bibehålla sitt reala värde. För att den angivna diskrepansen skall kunna elimineras fordras uppenbarligen att realisationsvinstbeskattningen genomgående får real karaktär. För närmare studium av denna fråga hänvisas till avsnitt 2. i bilaga 1.

Om man emellertid i fråga om B-lån anser sig böra tillämpa nu gällande regler för beskattning av realisationsvinst och sålunda beskattar även nominala vinster med hänsyn till att dessa anses vara resultatet av en spekulation, torde det inte bli möjligt att presumera spekulativt syfte endast i sådana fall, då ett B-lån förvärvats genom köp eller därmed jämförligt fång och avyttras

med vinst inom viss tid. Detta skulle nämligen leda till att på annat sätt erhållna vinster av kortsiktiga placeringar går helt fria från skatt, oaktat spekulationssyftet kan vara lika utpräglat i det ena fallet som i det andra. Med nuvarande regler för beskattning av realisationsvinst torde sålunda en skattskyldig i syfte att erhålla en obeskattad vinst kunna verkställa kortsiktiga placeringar i form av B-lån på en inlåningsräkning i bank. När indextillägget efter varje års utgång blir tillgängligt för lyftning kan han skattefritt tillgodoföra sig detta, eftersom förutsättningar för realisationsvinstbeskattning inte föreligger och en real beskattningsmetod enligt huvudregeln skall tillämpas. Om indextillägget i detta fall utgjort skattepliktig intäkt skulle det nämligen ha beskattats som inkomst av kapital och inte som realisationsvinst. Om den skattskyldige däremot inköpt en indexobligation av typ B-lån och efter exempelvis ett år avyttrat obligationen med vinst, motsvarande under innehavstiden upplupet indextillägg, skulle denna vinst oavkortad ha beskattats, eftersom den utgjort realisationsvinst.

En dylik olikformig behandling av indextillägg vid beskattningen kan uppenbarligen inte godtagas. Om man därför skulle komma till den uppfattningen, att indextillägg på B-lån bör beskattas om reglerna för realisationsvinstbeskattning är tillämpliga, torde man få taga steget fullt ut och föreskriva, att beskattning skall ske i samtliga fall då indextillägg uppbäres eller blir tillgängligt för lyftning inom den tid av fem år, som gäller för realisationsvinstbeskattning vid avyttring av lös egendom. Härigenom kommer man emellertid att spränga ramen för det nuvarande realisationsvinstbegreppet. Man kan också säga, att man på detta sätt tillämpar en nominalistisk metod i fråga om mera kortsiktiga placeringar i B-lån men en real metod för de mera långsiktiga placeringarna.

Det får anses uppenbart att en dylik olikartad behandling av B-lån i skattetekniskt avseende inte är önskvärd. Dessutom kommer regler av angiven innebörd att medföra, att man alltför mycket avlägsnar sig från målsättningen att reallånen skall behandlas enligt en real beskattningsprincip. Även med hänsyn till de ändringar i fråga om realisationsvinstbeskattningen, som kan komma att aktualiseras till följd av de ovan berörda frågorna om kortsiktiga placeringar, bör B-lånen även vid realisationsvinstbeskattningen bli beskattade enligt den reala metoden. Härigenom kommer denna metod i princip att bli allenarådande vid beskattningen av reallån.

5. Låntagare och B-lån

I detta avsnitt bortses från att samtidig förekomst av A-lån och B-lån resp. penninglån och B-lån på sätt framgår av tidigare avsnitt kan medföra icke avsedda beskattningsresultat. Här behandlas sålunda endast frågan, hur en låntagare kan komma att i beskattningshänseende ställa sig till en sådan låneform som B-lån.

Till en början bör framhållas att den omständigheten, att en låntagare inte medges avdrag för indextillägg på ett B-lån, inte behöver medföra att ett sådant lån ur *kostnadssynpunkt* är ogynnsammare än ett penninglån eller ett A-lån. Förlusten av avdragsrätten kan nämligen kompenseras genom att räntan på B-lån kan antas komma att bli lägre än räntan på penninglån och A-lån. För ett skattesubjekt, som förväntar en viss prisstegring, kan sålunda de tre låneformerna ur kostnadssynpunkt komma att te sig lika fördelaktiga, om ränte-

satserna anpassats till denna förväntan och till vederbörandes marginalskatt.

I inledningsavsnittet har uttalats att man vid diskussionen av en real beskattning måste tillämpa en real värdering av inkomster, avkastning och vinster. Den reala värderingsprincipen måste emellertid självfallet tillämpas även på kostnadssidan. För en låntagare med real värdering bör sålunda valet mellan penninglån, A-lån och B-lån bli beroende av vilken låneform som efter skatt kan förväntas medföra den lägsta reala kostnaden. Med hänsyn till de förändringar i prisnivå och skattesatser, som kan inträffa under lånetiden, är det emellertid inte möjligt att i förväg göra en säker bedömning av den reala kostnadens storlek. Bedömningen blir emellertid avgjort säkrare för en låntagare, som upptar ett B-lån, än för en låntagare, som upptar ett penninglån eller ett A-lån. I förstnämnda fall kan nämligen den reala kostnaden efter skatt variera endast på grund av eventuella förändringar i fråga om marginalskattens eller skattesatsernas storlek. För skattesubjekt, som har att erlägga proportionell skatt, kan sålunda den reala kostnaden efter skatt ändras endast till följd av beslutade ändringar i skattesatserna. För låntagare med penninglån eller A-lån kommer däremot den reala kostnaden efter skatt att variera även med hänsyn till prisnivåns förändringar. Härigenom kan sålunda den faktiska kostnaden komma att avvika från den förväntade kostnaden på ett helt annat sätt än då fråga är om B-lån. Ur *risksynpunkt* måste sålunda B-lån vara att föredra framför penninglån eller A-lån.

Emellertid gäller det sagda inte i fråga om låntagare med avskrivningsbara tillgångar. För dessa låntagare kommer nämligen den gällande nominalistiska principen för beräkning av skattemässiga avskrivningar på anskaffningskostnaden att medföra osäkerhet angående förhållandet mellan kapitalskuldens storlek och motsvarande avskrivningsunderlag. Om kapitalskulden utgöres av ett B-lån kommer sålunda skuldens nominala värde att ändras, men dess reala värde förblir oförändrat under hela lånetiden. I fråga om avskrivningsunderlaget gäller däremot att det nominala värdet förblir oförändrat under avskrivningsperioden, men att det reala värdet och därmed också de reala avskrivningarna kommer att variera med förändringarna i prisnivån. Ur risksynpunkt måste det sålunda vara oförmånligt för en låntagare att med nuvarande avskrivningsregler uppta ett B-lån och för lånebeloppet inköpa exempelvis en maskin, vars anskaffningskostnad avskrives enligt gällande regler. Härigenom kommer nämligen de reala avskrivningarna att minska ju större prisstegringen blir, medan däremot ett prisfall medför att de reala avskrivningarna ökar. För att minska osäkerheten i fråga om avskrivningarnas reala storlek bör därför en *real avskrivningsmetod* tillämpas.

Frågan om en real metod för beräkning av skattemässiga avskrivningar — den s. k. indexvärdemetoden — har liksom frågan om en realisationsvinstbeskattning, som genomgående får real karaktär, ganska ingående behandlats i den tidigare berörda och såsom bilaga till detta betänkande fogade promemorian. I den mån ett införande av dylika beskattningsmetoder anses påkallat, bör emellertid dessa frågor ytterligare utredas med hänsyn till de besvärliga problem av bland annat skatteteknisk art som man här ställes inför. Det bör dock framhållas, att det i praktiken inte torde bli möjligt att förbehålla en real avskrivningsmetod eller en real metod för beräkning av realisationsvinst endast åt sådana skattskyldiga, som kan visa,

att ett B-lån använts uteslutande för anskaffning av avskrivningsbara tillgångar resp. egendom som sedermera blir föremål för realisationsvinstbeskattning. Förutom de bevisningssvårigheter, som en regel av denna innebörd kan antas medföra, skulle nämligen i sådant fall både den nuvarande nominala metoden samt dessutom en real metod för beräkning av skattemässiga avskrivningar resp. av realisationsvinst komma att tillämpas vid sidan av varandra, vilket otvivelaktigt skulle ytterligare komplicera taxeringsförfarandet. Om man därför avser att i skattesystemet införa ifrågavarande reala beskattningsmetoder, torde man också bli nödsakad att tillämpa dem i samtliga förekommande fall och sålunda slopa nuvarande regler på hithörande områden. Det bör emellertid påpekas, att den skattelindring, som i jämförelse med gällande rätt uppkommer i tider av fallande penningvärde, genom tillämpning av reala metoder för beräkning av avskrivningar och realisationsvinst endast kommer sådana skattskyldiga till godo, som verkligen har avskrivningsbara tillgångar eller egendom som blir föremål för realisationsvinstbeskattning. Andra låntagare blir sålunda ställda helt utanför möjligheterna att komma i åtnjutande av sådana skattelättnader, varom här är fråga.

För fullständighetens skull bör framhållas att en övergång till reala avskrivningar inte nödvändigtvis kommer att leda till skattelättnader. Om nämligen den nuvarande skattemässiga 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.

6. *Slutsatser*

Av den föregående framställningen under detta kapitel framgår att införandet i ett på nominalistisk princip grundat beskattningssystem av en real metod för beskattning av en viss typ av indexlån kan medföra, att de skattskyldiga utnyttjar beskattningsreglerna i syfte att tillgodoföra sig vinster, som inte blir föremål för beskattning. Härigenom kan ett betydande skattebortfall för stat och kommuner uppkomma. Detta gäller inte endast vid en kombination av A-lån och B-lån utan även vid en kombination av penninglån och B-lån. Visserligen kan sägas att redan gällande skattelagstiftning möjliggör uppkomsten av skattefria vinster genom att ett penninglån användes för inköp av realvärden, som därefter avyttras med vinst efter utgången av de tidsperioder som gäller som förutsättning för att realisationsvinstbeskattning skall kunna äga rum. Man kan emellertid med fog göra gällande, att det saknas anledning att ytterligare utsträcka dessa möjligheter. Bortsett härifrån kan man inte förhindra uppkomsten av nominalt beskattade indexlån, eftersom parterna på lånemarknaden vid indexklausulens avfattning har möjlighet att välja mellan ett flertal olika index eller andra regleringstal, och det inte kan ifrågakomma att låta alla slag av indexlån bli föremål för real beskattning, om inte en dylik beskattningsmetod tillämpas även beträffande penninglån. Först härigenom kommer nämligen samtliga kapitalintäkter och kapitalkostnader att genomgående behandlas enligt en real metod. Såsom framgår av förenämnda promemoria kommer emellertid en allmän real beskattning att medföra så många problem av olika slag, inte minst av skatteteknisk art, att en dylik beskattningsmetod inte kan tänkas bli genomförd, i varje fall inte inom överskådlig tid.

Man befinner sig alltså i den situationen, att man inte kan förhindra att nominalt beskattade penninglån och indexlån samt realt beskattade indexlån förekommer vid sidan av varandra.

Enligt vad den tidigare framställningen visar är de praktiska möjligheterna att förhindra skattemissbruk begränsade, om ett skattesubjekt uppträder som både långivare och låntagare och därvid använder sig av en kombination av olika låneformer. Även om man anser sig kunna tolerera skattefria vinster vid en kombination av penninglån och B-lån med hänsyn till att liknande vinster kan bli obeskattade även vid tillämpning av gällande regler samt att vinsten vid kombinationen penninglån/B-lån är mera osäker än vid kombinationen A-lån/B-lån, kvarstår likväl frågan, hur man skall ställa sig till sistnämnda kombination med dess möjligheter till förhållandevis säkra skattevinster. Här synes man stå inför valet mellan att antingen tillämpa den nominalistiska beskattningsmetoden på samtliga former av indexlån eller att visserligen tillåta förekomsten av realt beskattade indexlån men vidta sådana åtgärder, att obehöriga skattevinster i görligaste mån förhindras eller begränsas till sin omfattning.

Den närmast till hands liggande lösningen torde härvid vara att endast *staten* får emittera B-lån. Härigenom kommer de tidigare berörda problemen i fråga om de lågt beskattade och skattefria subjektens möjligheter till obeskattade vinster genom upplåning i B-lån och utlåning i A-lån att elimineras. Med tanke på de högt beskattade subjektens möjligheter till skattefria vinster genom upplåning i A-lån och utlåning i B-lån kan man överväga antingen att på tidigare angivet sätt slopa avdragsrätten för A-lånets indextillägg eller att för varje subjekt maximera tillåtet innehav av fordringar i form av B-lån, varigenom möjligheterna till skattefria vinster i varje fall kommer att i väsentlig mån begränsas. Ur skatteteknisk synpunkt bör det sistnämnda alternativet vara att föredra. Detta alternativ kan också motiveras med att det främst tar sikte på småspararnas behov av en värdesäker placeringsform. Om endast staten får emittera B-lån samt 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 kunna tillgodoföra sig skattefria vinster.

AVDELNING III

KAPITEL 10

Staten och indexlånemarknaden

1. Indexlån som ekonomiskt-politiskt medel

En naturlig utgångspunkt för resonemangen kring statens politik på indexlånemarknaden är de ekonomiska eller politiska *mål* som staten 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 indexlåns fördelar bör ställas deras nackdelar, vilka kan ta sig uttryck bl. a. däri att den ekonomiska politiken i andra avseenden försvåras. Detta kapitel skall ägnas åt huvuddragen i denna avvägningsprocess. Den kan dock inte föras till slut utan att hänsyn tas till analysen i de följande kapitlen av indexlånemarknadens funktionssätt och penningpolitikens problem i en dubbel kreditmarknad.

I en rad kapitel i det föregående har aktuella ekonomiskt-politiska problem anknutits till indexlånefrågan. Möjligheterna att lösa dessa problem skulle öka om indexlån fanns att tillgå som en på kreditmarknaden spridd kontraktsform. Det är framför allt vissa egenskaper hos indexlån, intressanta ur följande tre synpunkter, som antyder att dessa möjligheter finns: de reducerar penningvärderisker vid finansiella kontrakt, de minskar sparande- och investeringsplaners känslighet för prisnivåförändringar eller förväntningar om sådana och de åstadkommer en mera rationell fördelning av kapitalutgifter och kapitalinkomster över tiden. Det sistnämnda är aktuellt särskilt vid bostadsfinansiering och vid andra långsiktiga transaktioner, t. ex. livförsäkring. I allmänhet nås de bästa resultaten när indexlån införes i stor skala eller helt dominerar kreditmarknaden. Samtidigt kommer — som visas i fortsättningen — vissa av de negativa egenskaperna hos indexlån att reduceras med marknadens tillväxt.

2. Den institutionella miljön

I avdelning I och II har diskuterats en rad statliga åtgärder, vilka anknyter till uppkomsten av en indexlånemarknad. Vissa av dessa åtgärder utgör relativt långtgående och omfattande ingripanden i lagstiftning och institutionell miljö. Valet mellan de olika alternativ, som redovisats för exempelvis skattefrågans lösning, utgör sålunda samtidigt ett ställningstagande till hela indexlånefrågan och blir därmed ett uttryck för samhällets ambitionsgrad beträffande den eftersträvade expansionen av den nya kontraktsformen. Om avsikten är att indexlån bör komma till stånd även inom den icke-statliga sektorn av kreditmarknaden, introduceras i banker och försäkringsinstitut och över huvud bli ett reguljärt inslag på den svenska kreditmarknaden, förutsätter detta att beskattnings- och säkerhetsproblemen m. fl. lagstiftningsfrågor

lösts på ett sådant sätt, att indexlån smidigt kan anpassas till kreditmarknadens skiftande behov. För en begränsad marknad kan kraven med avseende på den institutionella miljöns anpassning till indexlån ställas avsevärt lägre.

I det följande diskuteras bl. a. konsekvenserna av att en sådan anpassning inte kan genomföras på beskattningens område (avsnitt 2.1). Vidare upptas vissa problem kring ATP-systemets värdesäkring samt kommunernas upplåningsrätt.

2.1 Skattefrågans lösning

En beskattning, som lämnar indexlåns egenskap av värdesäkra kontrakt intakta, kan näppeligen åstadkommas utan att en allmän realbeskattning av kapitalinkomster, kapitalutgifter och kapitalvinster genomföres. De många svårlösta problem, som en allmän realbeskattning skulle medföra, gör dock att den inte här upptagits som en omedelbart aktuell förutsättning vid diskussionen av indexlånemarknadens funktionssätt. I stället utgår vi från att indexlån i princip blir föremål för en nominalistisk beskattning: kompensationen för penningvärdeförändringarna, dvs. indextilläggen, beskattas som inkomst av kapital. Realt beskattade indexlån antas förekomma endast när staten står som låntagare. Det är också tänkbart, att dessa lån måste strikt ransoneras och utges i mindre poster. Ur penningpolitisk synpunkt kan de därför antas spela en negligibel roll.

Den grad av värdesäkring som uppnås vid innehav av nominalt beskattade indexlån beror av den skattesats, varmed indextilläggen blir beskattade. Medan indexlånen ger full värdesäkring (dvs. undanröjer all osäkerhet om den reala avkastningens höjd) hos skattefria subjekt, blir de för subjekt med höga skattesatser behäftade med betydande osäkerhet om kontraktets reala innehåll. På låntagarsidan uppstår i princip samma fenomen. Så länge som företagens beskattning bygger på en genomgående nominal princip är å andra sidan indexlåns nominalbeskattning snarare gynnsam för företagets totala risksituation.

Dessa omständigheter kan knappast undgå att påverka indexlånemarknadens förutsättningar. Det förefaller sålunda rimligt att anta, att det största intresset för placeringar i indexlån kommer att uppvisas av skattesubjekt med förhållandevis låga skattesatser: skattefria stiftelser, livförsäkringsbolag och 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 placera i indexlån med behovet av värdesäkring som motiv. En omständighet av särskild betydelse är att indexlån för denna kategori knappast blir något substitut för aktieplaceringar eller annat innehav av realkapital. Låntagarnas reaktioner är, som tidigare antytts, svårare att förutsäga.

Indexlåns egenskaper som ekonomiskt-politiskt medel påverkas också. När indexlån endast ger ett begränsat och med skatteförhållandena varierande skydd, kan det inte längre antas att sparande- och investeringsplanerna vid indexlån är helt okänsliga för prisnivåförändringar eller förväntningar om sådana. Möjligheterna att med hjälp av indexlån påverka det enskilda sparandets omfattning och investeringsurvalet reduceras därmed. Även om *riktningen* av dessa effekter är oförändrad bör de försvagas (i en utsträckning som beror av skattesatsens höjd). Eftersom inga

skattesatser vid inkomstbeskattningen överstiger 80 % kan de å andra sidan aldrig helt upphöra.

Det bör observeras, att det sagda endast gäller för de verkningar av indexlån, som direkt sammanhänger med *osäkerheten* om realräntans höjd. Övriga delar av den tidigare analysen, såvitt avser bl. a. effekterna på förmögenhetsfördelningen (om man bortser från det beskattande subjektet, dvs. staten) och en mera rationell tidsfördelning av in- och utbetalningar, gäller således alltfort.

Dessa modifikationer av omdömena om indexlåns positiva egenskaper kan otvivelaktigt uppfattas som en försvagning av argumenten över huvud för införandet av indexlån. Detta gäller i första hand det rent välfärdspolitiska syftet att undanröja osäkerheten om finansiella kontrakts realvärde. Men även de reducerade möjligheterna att påverka investeringsurval och sparande verkar i samma riktning (varvid dock bör observeras att slutsatserna om effekten på sparandet är långt ifrån säkra).

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 påverkas av inflationstakten, 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, framför allt konsekvenserna för förmögenhetsfördelningen vid en icke förväntad inflation och indexlåns egenskaper som medel i bostadspolitiken.

2.2 AP-fonden och värdesäkringsfrågan

I samband med allmänna tilläggspensioneringens tillkomst framskymtade i olika sammanhang tanken, att pensionssystemets finansiering skulle underlättas, om fondmedlen kunde placeras värdebeständigt, dvs. mot indexklausul. Otvivelaktigt intar också ATP-systemet en unik ställning i så måtto att det är den enda från statsbudgeten finansiellt oberoende institution som i dag har åtagit sig att leverera värdebeständiga pensioner. Prognosen för en svensk indexlånemarknad skulle givetvis röna en stark påverkan, om det kunde antas att AP-fondens utlåningspolitik skulle komma att domineras av strävan att förse lånen med indexklausul. Ur denna synpunkt och även med tanke på de motiv som kan föranleda statsmakterna att verka för uppkomsten av en indexlånemarknad är det därför av intresse att granska det anförda argumentet.

Allmänna tilläggspensioneringen är ett fördelningssystem: utbetalningar av pensioner skall finansieras med löpande avgifter. Frågan om pensionssystemet kan infria värdebeständighetsgarantin kan således alltid besvaras med hänvisning till denna grundläggande egenskap.

När ATP-systemets värdesäkringsproblem diskuterats, har därför uppmärksamheten riktats på dess fondbildning. Motivet för fondbildningen är i första hand av samhällsekonomisk art: genom att under uppbyggnadsperioden överföra större inkomster till pensionsfonden än de samtidiga pensionsutgifterna skall ett ökat utrymme för realkapitalbildning skapas (resp. ett bortfall av annat

Tabell 10:1. ATP-systemets finansiella utveckling.
(Planen för pensionsavgifternas utveckling hämtad ur pensionsberedningens betänkande SOU 1957:7 sid. 95.) Förutsättningar: Reallönerna stiger med 1,5 %/år. Fondmedlens nominala avkastning 3 %/år. Alla belopp i 1960 års penningvärde.
Miljoner kronor

År	Avgifts-uttag i %	Av-gifter	Pen-sioner	Alt. I. Prisnivån konstant			Alt. II. Prisnivån stiger med 5 %/år		
				Rän-tor	Fond-ökning	Fond	Rän-tor	Fond-ökning	Fond
1960	4	500	—	—	500	500	—	500	500
1965	10	1 500	160	130	1 470	5 900	120	1 460	5 100
1970	12	2 000	550	370	1 820	14 300	290	1 740	11 000
1975	12	2 700	1 100	670	2 270	24 700	470	2 070	18 000
1980	12	3 000	1 800	1 000	2 200	35 900	620	1 820	21 400
1985	12	3 300	2 650	1 320	1 980	46 200	690	1 340	23 100
1990	12	3 600	3 500	1 600	1 700	55 300	675	775	22 100

Anm. I beloppen ingår ej in- och utbetalningarna från de s. k. egenavgiftsförsäkrade (fria yrkesutövare, egna företagare m. fl.).

slags sparande för pensioneringsändamål ersättas).

AP-fonden kommer dock att fylla också en annan funktion. Dess avkastning kan i den mån de löpande pensionsavgifterna inte är tillräckliga användas för att bestrida pensionsutbetalningarna. Ju större fondavkastningen är desto lägre kan med andra ord avgifterna hållas vid en viss volym pensionsutbetalningar. Men därmed är det också utsagt, att ATP-systemets värdesäkringsproblematik inte sammanfaller med den som fött tanken på indexlån. Eftersom pensionsfonden inte skall fungera som något slags premiereserv och därmed dess realvärde inte behöver motsvara summan av de systemet åvilande reala förpliktelserna, är det således ur pensionssystemets interna finansieringssynpunkt vida väsentligare med en hög avkastning än en i reala termer säker avkastning. I varje fall kan man inte ur dessa och liknande resonemang dra den slutsatsen, att AP-fonden i sin placeringspolitik skulle komma att uppvisa någon särskilt stark preferens för indexlån, baserad på övertygelsen att värdesäkra placeringar är nödvändiga för systemets funktionssätt.

Frågeställningen skulle måhända vara klarare om en klar målsättning för ATP-avgifternas framtida utveckling och fondtillväxten existerade. Visserligen uppgjordes i pensionsreformens förarbeten[1] en plan för pensionssystemets finansiella utveckling fram till 1990, vilken för perioden efter 1970 dock uttryckligen angavs vara ett räkneexempel. Förutom att denna plan har reviderats nedåt med avseende på avgiftsuttagets storlek redan under 1960-talet, betonades vid reformens genomförande frånvaron av bestämda planer angående avgiftsnivå, fondstorlek och systemets interna sparande på längre sikt.

En uppfattning om konsekvenserna av förändringar i den reala avkastningen på lång sikt kan dock erhållas, om man utnyttjar allmänna pensionsberedningens beräkningar av pensionsutbetalningarna fram till 1990 och dess plan för avgiftsuttaget 1960—1990. Det väsentligaste inslaget i denna plan är antagandet, att avgiftsuttaget

[1] Allmänna pensionsberedningens betänkande »Förbättrad pensionering». SOU 1957:7, sid. 90 ff.

(i det ena av beredningens alternativ) fr. o. m. 1970 hålles oförändrad vid 12 %, vilket vid en årlig reallönestegring av ca 1,5 % skulle motsvara 9—10 % av den totala lönesumman. I tabell 10:1 har ATP-systemets utveckling 1960—1990 återgivits under två alternativa antaganden: konstant prisnivå resp. en årlig prisstegring med 5 %. Eftersom pensionsberedningen räknat med en årlig fondavkastning av 3 %, är de i tabellen återgivna beräkningarna en jämförelse av den reala fondtillväxten vid en årlig real avkastning av 3 resp. *minus* 2 %.

Av tabellen framgår, att målsättningen beträffande *avgiftsnivån* oberoende av fondavkastningens storlek skulle kunna uppfyllas ända in på 1990-talet, eftersom avgifter och utbetalningar först efter 1990 kan väntas få samma storleksordning. Under uppbyggnadsperioden uppstår således inga finansieringsproblem vid den antagna avgiftsnivån hur låg penningräntan än må vara och hur stark inflationen än må vara under förutsättning att realinkomsterna stiger.

Om man dessutom antar, att pensionsberedningens räkneexempel utgör en plan även för det *sparande*, som skall presteras inom pensionssystemet, blir effekten av en väsentlig avvikelse mellan kalkylerad och faktisk avkastning mera märkbar. Inte ens en så kraftig prisstegring som 5 % per år skulle dock i någon nämnvärd utsträckning påverka planen för sparandets reala storlek förrän i slutet av 1970-talet, då den faktiska fonderingen skulle understiga den planerade med 3 till 400 miljoner kronor (i 1960 års penningvärde). Under hela uppbyggnadsperioden kommer pensionssystemet även i detta fall att uppvisa ett positivt sparande.

Det kan dock inte göras gällande, att det skulle vara utan betydelse, om pensionsfondens avkastning var realt bestämd och därmed kunde förutsägas för relativt långa perioder (vilkas längd beror av löptiden hos fondens räntebundna fordringar). Det är sålunda tänkbart, att man vill hålla avgiftsnivån nere genom att delvis finansiera pensionerna med fondens avkastning. Man kan också eftersträva, att ATP-systemet även efter uppbyggnadsperioden skall prestera ett internt sparande. I sådana fall kommer den reala fondstorleken under fullfunktionsstadiet att vara av väsentlig betydelse. En avpassning av avgiftsuttaget under tidigare perioder med dylika mål i sikte torde sålunda försvåras av osäkerheten rörande den framtida prisnivåutvecklingen och därmed också pensionsfondens reala storlek i framtiden.

Huruvida de ökade möjligheterna till långsiktig planering av ATP-systemets finansiella förhållanden, som skulle uppstå i en indexlånemarknad, kan betraktas som ett självständigt motiv för en statlig aktivitet i syfte att skapa en dylik marknad, låter sig knappast här besvaras. Inte heller kan man med någon säkerhet förutsäga AP-fondens inställning till indexlån i dess utlåningspolitik. Såsom tidigare betonats, kommer valet mellan olika placeringsformer att kunna ske i stort sett oberoende av det reala innehållet i pensionssystemets förpliktelser, så länge som fördelningssystemets princip upprätthålles.

2.3 Kommunernas upplåningsrätt

Den underställningsplikt som råder för kommunal upplåning utöver en viss total skuldsättning (satt i relation till den upplånande kommunens skatteunderlag) eller om lånets löptid överstiger fem år, torde i Kungl. Maj:ts hand lägga avgörandet, huruvida indexreglerade kommunlån kan uppstå. Med den rent nominalistiska definition av den beviljade upplåningsrätten, som för närvarande upprätthålles, synes här ett reellt hinder för introduktionen av detta slags lån existera. Så länge som underställningsplikten endast avser att utöva kontroll över kommunernas upplåning och dess relation till deras återbetalningsförmåga (och inte också utgör en reglering av kommunlånens räntevillkor) borde å andra sidan inte innebörden av

denna kontroll i någon större utsträckning gå förlorad, om även indexlån medgavs som upplåningsform.

Frågan om kommunerna skall ges rätt till indexreglerad upplåning beror därför av statens inställning till indexlånens utbredning över huvud, dess bedömning av upplåningsvillkoren på denna marknad osv. Den kan sålunda endast besvaras, sedan den insatts i ett större sammanhang.

3. Behovet av värdesäkra lån

3.1 Marknadens anpassning till indexlån

Grundvillkoret för en positiv attityd från statsmakternas sida till indexlån bör vara en önskan att tillgodose allmänhetens behov av skydd mot penningvärderisker vid finansiella kontrakt. En dylik allmän definition av målet för statens indexlånepolitik ger dock ingen säker vägledning om dess form och innehåll. Eftersom efterfrågan på värdesäkra placerings- och upplåningsformer måste antas vara en funktion av deras räntevillkor kommer räntepolitiken att bestämma behovets omfattning (i betydelsen realiserad efterfrågan på indexlån). Penningpolitikens innehåll kan därför inte specificeras förrän penningpolitikens övriga mål, av statsfinansiell och samhällsekonomisk art, införts i resonemanget.

Tanken att statens indexlånepolitik skall anpassas till allmänhetens behov av värdesäkring erbjuder olika tolkningsmöjligheter av betydande principiellt intresse. Det kan sålunda hävdas att staten skall avstå från sådana ingrepp i kreditmarknaden och dess prisbildning, som styr detta behov. Allmänheten skall själv avgöra till vilket pris den vill köpa skyddet mot penningvärderisker, antingen man uppträder som långivare eller låntagare. 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 indexlånemarknaden 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. Man avstår sålunda helt från operationer på indexlånemarknaden; statens upplåning (och utlåning) sker såsom hittills på penninglånemarknaden.

Detta handlingsalternativ kan motiveras även av tvivel på indexlåns värde som ekonomiskt-politiskt medel, fruktan för de statsfinansiella konsekvenserna om den statliga upplåningen förläggs till indexlånemarknaden eller helt enkelt en allmän försiktighet gentemot en ny och oprövad låneform, vars praktiska utfall man vill avvakta. Med hänsyn till politikens faktiska utformning måste den därför betecknas som ett statens minimiprogram i indexlånefrågan (vilket i och för sig kan genomföras på olika ambitionsnivåer, beroende på hur långt man går i lagstiftning och andra åtgärder för att skapa institutionella förutsättningar för indexlåneavtal).

Såvitt ankommer på lagstiftning m. m. har detta program ingående behandlats i de två föregående avdelningarna av betänkandet. (Vissa frågor i samband med värdesäkring av bank- och försäkringssparande upptas nedan i kap. 11.) Här blir det av intresse främst för prognosproblem: vilka uppkomst- och utvecklingsmöjligheter har en helt privat indexlånemarknad? Ett försök att besvara denna fråga göres i kap. 12.

3.2 Övergång till indexlån vid marknadsoperationer

Om man på penningpolitiken lägger restriktionen, att den får operera endast på endera av penning- eller indexlånemarknaderna, kan det, som sagt, te sig naturligt att låta den restriktionen avse indexlånemarknaden. I den riktningen verkar även praktiska hänsyn: de penningpolitiska myndigheternas traditionella arbetsområde är penninglånemarknaden, deras instrument och teknik har anpassats till den institutionella miljö vari penninglån dominerar.

Det bör dock observeras, att det angivna syftet också skulle tillgodoses om statsmakterna avstod från allt inflytande över prisbildningen på penninglånemarknaden. Statens upplåning och utlåning samt centralbankens köp och försäljningar skulle i detta fall endast avse indexlån. Om det innebär att prisbildningen på penninglånemarknaden 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 mer komplicerad kreditform än penninglån.

En indexlånepolitik av det skisserade slaget innebär otvivelaktigt en drastisk förändring av penningpolitikens nuvarande arbetsmetoder och kan också få svåröverskådliga verkningar för kreditmarknadens funktionssätt. I sin extrema form innebär den att den nuvarande diskontopolitiken måste överges eller i varje fall grundligt förändras till sin innebörd, så att diskontot inte längre utgör den centrala räntesats, vartill alla räntesatser på kreditmarknaden anknyts. Penningpolitikens huvudmedel blir marknadsoperationer som endast tillåter ett indirekt inflytande över penninglånemarknaden. Särskilt för kontrollen över kreditvolym och räntevillkor på bankkreditmarknaden kan denna restriktion bli besvärande, såvida inte andra vägar för ett direkt inflytande kan skapas. Anledning finns därför att granska de övriga alternativ som står penningpolitiken till buds.

3.3 Krav på indexlånemarknadens funktionssätt

I föregående avsnitt tolkades termen »behov av värdesäkring» helt enkelt som efterfrågan på indexlån. Även om statsmakterna inte vill ta ställning till hur långt detta behov bör tillgodoses, kan man dock vilja se till att förutsättningarna för indexlån blir så gynnsamma som möjligt och att indexlåneformens användning inte hämmas av institutionella hinder eller tekniska brister hos marknadens sätt att fungera. De åtgärder i denna riktning, som ligger inom lagstiftningens ram, beröres i andra sammanhang. Här skall vi behandla de insatser som skulle kunna göras med penningpolitiska medel.

Till att börja med ger den tidigare analysen av indexlåns egenskaper ur värdesäkringssynpunkt (främst kapitel 2 och 5) vissa upplysningar om hur de bör vara konstruerade för att bäst tjäna detta syfte. När det gäller kontraktsenheten torde s. k. reallån, dvs. lån reglerade med en konsumtionsprisindex, ha de största förutsättningarna att tillgodose *både* låntagares och långivares behov. Vidare är det uppenbart, att indexlåns värdesäkringsegenskaper förbättras desto färre begränsningar indexklausulen är försedd med.

Även om statens politik främst inriktas på att utveckla en marknad för reallån med i princip obegränsad indexgaranti (varav följer att de statliga indexlånen bör ha denna form), behöver det inte betyda att andra former av värdelån diskrimineras. När det gäller lån med andra index än konsumentprisindex, synes det dock inte föreligga något större behov av en mer ingående analys av statens relationer till marknader för dylika lån. För den form av värdelån, som vid sidan av reallån synes ha vissa utvecklingsmöjligheter och som tidigare benämnts vinstandelslån, har marknadsegenskaperna redan behandlats på annan plats (kap. 4.4.5).

Inte heller torde förekomsten av begränsade reallån i deras mest betydelsefulla form, s. k. partiella indexlån och lån med maximerad indexgottgörelse, rubba grundvalarna för den följande analysen. De partiella indexlånen torde i princip ha samma egenskaper ur prisbildningssynpunkt som obegränsade indexlån. För lån med maximerad indexgottgörelse ligger avvikelsen i förhållande till de obegränsade reallånen främst däri, att de erbjuder speciella kursrisker samtidigt som marknadsprisbildningen får vissa irrationella inslag. Den enda egentliga effekten härav torde vara, att indexlånemarknaden kommer att innehålla mer än en räntenivå, där räntan för de obegränsade reallånen bör utgöra basräntan. Spridningen av de olika realräntorna beror sedan av hur omfattande indexklausulens begränsning är.

Risksituationen vid finansiella kontrakt beror inte enbart av ovissheten angående penningvärdets framtida utveckling. Graden av risktagande sammanhänger också med den osäkerhet, som kan råda om den framtida kursutvecklingen. Värdesäkringsfrågans lösning är därför avhängig av stabiliteten i indexlånemarknadens kursförhållanden.

Det förefaller vidare troligt, att det största behovet av värdesäkra placeringsmöjligheter finns hos personer, som har begränsade möjligheter att direkt investera i realkapital och vars sparande är av långsiktig karaktär. Statliga obligationsemissioner med indexklausul bör därför ges sådana former att de blir åtkomliga även för smärre placerare. Men en aktiv indexlånepolitik torde även böra inriktas på att möjliggöra indexklausuler i de kapitalförvaltande instituten. Särskilt försäkringsbolagens möjligheter att introducera försäkringsformer med värdegaranti måste till väsentlig del bero av indexlånemarknadens funktionssätt, dess omfattning och framtidsutsikter. Och det förefaller då rimligt att tro att förtroendet för indexlån både som placerings- och upplåningsform bör öka, om det redan från början klart framgår, att statsmakterna avser att ta ansvaret för indexlånemarknadens utveckling och avkastningsförhållanden.

Staten kan sålunda ingripa på indexlånemarknaden helt enkelt av det skälet, att man därigenom undanröjer hinder för indexlån som beror på brister i marknadens 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 operationerna i indexlån blir betydande och i praktiken avgörande både för marknadens uppkomst och tillväxt.

4. Statsfinansiella synpunkter

En av penningpolitikens centrala uppgifter är att finna ett marknadsmässigt utrymme för statens upplåning. Det kan därför ligga nära till hands att se indexlån som ett medel att reducera statens upplåningskostnader. Det är sålunda tänkbart, att indexlån kan emitteras till räntesatser, som även när hänsyn tas till framtida indextillägg ger en lägre total upplåningskostnad än vad som skulle vara möjligt att samtidigt uppnå med penninglån. Indexklausuler kan därför i vissa fall ge utrymme för en ökad stats-

upplåning till oförändrad ränta, medan en motsvarande upplåningsökning inte skulle ha varit möjlig på penninglånemarknaden utan en räntehöjning.

4.1 Marknadsoperationerna

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 eller dem som utför operationerna.

Vid ett visst, relativt troligt utseende hos allmänhetens efterfrågan bör en dylik politik få följande förlopp. De första indexlåneemissionerna inriktas sålunda på att fånga in de placerare, som har de kraftigaste inflationsfarhågorna eller den största riskaversionen. De kan därför ske med en i förhållande till penningräntan mycket låg realränta. Realräntenivån höjs sedan endast i den utsträckning som tendenser till utbudsöverskott uppstår på indexlånemarknaden. Så snart statliga indexlåneemissioner inte kan ske annat än till realräntesatser, vars avstånd till penningräntan är mindre än det emitterande organets prisförväntningar, överflyttas emissionsverksamheten till penninglånemarknaden.

Omfattningen av de operationer i indexlån, som ger lägre upplåningskostnader än motsvarande operationer på penninglånemarknaden, beror naturligtvis av hur allmänhetens och statens prisnivåförväntningar förhåller sig inbördes. I och med att en viss spridning av allmänhetens förväntningar förekommer, borde det dock, såvida inte staten förväntar sig starkare prisstegringar än marknadssubjekten i allmänhet, finnas utrymme för lönande emissioner bland de mest inflationsinställda subjekten. Det innebär att staten utnyttjar sin eventuella monopolställning på indexlånemarknaden för att anpassa utbudet av indexlån så, att man följer efterfrågekurvan med successiva emissioner, där realräntan höjes bara när det är nödvändigt för att locka fram en större efterfrågan.

Förutsättningen för att de statsfinansiella syftena skall kunna realiseras är dock, att de inte genomskådas av allmänheten. Så snart det blir uppenbart, att staten avser att introducera indexlån med en successivt stigande räntenivå, borde denna insikt ha en kraftigt dämpande effekt på efterfrågan (medan den kan framlocka ett visst utbud av indexlån från privata låntagare). De förväntningar om stigande realräntor, som därmed uppstår, gör det lönsamt att uppskjuta planerade investeringar i indexlån samtidigt som risken för kursförluster ökar. Såvida de penningpolitiska instanserna i ett dylikt läge inte vill acceptera en stagnation i indexlånemarknadens utveckling, blir en kraftig uppjustering av indexlåneräntan nödvändig, så att förväntningarna om fortsatt räntestegring upphör.

4.2 Konsekvenser för indexlåns utveckling

En politik med renodlat statsfinansiella syften stämmer i flera avseenden illa överens med de önskemål och behov, som knutits till indexlån. En gräns sätts för den statliga indexlånemarknadens utveckling; denna blir beroende av statens inflationsförväntningar. Kursutvecklingen vid en successivt stigande realräntenivå bör vidare bli sådan, att innehavarna av räntebundna indexlån utsätts för kapitalförluster. Vid i förhållande till den faktiska indexutvecklingen stora räntedifferenser kommer innehavarna av indexlån att uppleva avkastningsförluster i förhållande till in-

nehavarna av penninglån. Dessa olika faktorer sammantagna innebär inte bara att syftet att bereda spararna värdesäkra finansiella placeringsformer utan extra risktagande inte kan tillgodoses. De kan också snabbt leda till en förtroendekris för indexlån.

Oberoende av konsekvenserna för indexlånemarknadens möjligheter att tillgodose behovet av värdesäkra placeringar måste det ifrågasättas om statens indexlånepolitik kan 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 indexlånemarknaden. Det statsfinansiella argumentets styrka kan sålunda bedömas först i samband med diskussionen av de stabiliserings- och allokeringspolitiska motiven. Och dessa kan eventuellt påkalla en kreditpolitik, där de statsfinansiella synpunkterna eftersättes.

4.3 Statens moral som låntagare

Som en kontrast till de ovanstående resonemangen med dess förutsättning om statsmakternas rätt att agera på renodlat ekonomiska grunder, skall här erinras om att det ibland framhållits, att staten är en mycket stor låntagare och dessutom i olika politiska dokument utfäst sig att stabilisera penningvärdet. Lyckas inte detta bör statsmakterna hålla sina långivare skadeslösa för den penningvärdeförsämring som inträffar och som — om allmänheten tror på statsmakternas utfästelser — i dess helhet bör vara oväntad. (Alternativt kan kompensationen begränsas till den penningvärdeförsämring, som är oväntad i den meningen, att den icke av staten förutsagts vid låneavtalets ingående. Trots målsättningen stabilt penningvärde innehåller ju olika offentliga dokument, konjunkturrapporter m. m. förutsägelser om framtida allmänna prisstegringar.)

Svårigheten med det ovan redovisade resonemanget är dock att staten med dess utgångspunkter lika gärna kan sägas vara skyldig att betala ersättning för de realvärdeförluster, som drabbar *samtliga* nominalfordringar. I och med att staten bestämmer räntenivån i samhället har den också givit de förutsättningar enligt vilka privata låntagare och långivare i allmänhet bestämmer sina lånevillkor. Drabbas dessa av realvärdeförluster till följd av prisnivåstegringar — som icke förutsagts av staten — kan man påstå att staten framtvingat en alltför låg realränta via penningpolitiken. Tesen om statens moraliska skyldighet att kompensera sina långivare för penningvärdeförsämringen sammanfaller därför i allt väsentligt med uppfattningen att centralbanken i det förflutna hållit eller för närvarande håller en alltför låg realränta. Frågeställningen bör därför ses i ett penningpolitiskt sammanhang.

5. Allmänhetens inflationsförväntningar

En svårbedömd fråga i samband med uppkomsten av indexlån är hur detta skulle påverka allmänhetens inställning till penningvärdets framtida stabilitet. I kap. 4.1 diskuterades ingående hur allmänhetens tilltro till statsmakternas vilja att stabilisera penningvärdet skulle kunna bibehållas i en indexlånemarknad. Penningpolitikens utformning bör få stor betydelse för arten av de konsekvenser, som eventuellt uppstår.

5.1 Förväntningspåverkan

Det har ibland förutsatts att staten 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 förbytas i tron på framtida penningvärdestabilitet. Både mot syftet och metoden kan dock vissa invändningar riktas.

Det förefaller i och för sig realistiskt att anta, att människornas förväntningar angående penningvärdeutvecklingen kommer att påverkas av räntedifferensens storlek i och med att den kan uppfattas som ett uttryck för vad andra — och måhända mera insiktsfulla — människor anser om framtiden. Det är också troligt, att själva uppkomsten av indexlån och noteringen av en realränta på kreditmarknaden som skiljer sig från penningräntan kommer att för många människor uppenbara ett samband, som de dittills inte varit särskilt medvetna om, nämligen effekten på deras tillgångars realvärde av en fortlöpande inflation. Förekomsten av en dylik »nominalillusion» måste också antas innebära, att ifrågavarande subjekts *planer* inte heller påverkats av eventuella förväntningar om prisnivåstegringar. Om indexlån leder till att en sådan påverkan uppstår och förväntningarna i sin tur bestäms av räntedifferensen, skulle införandet av indexlån för dessa subjekt vara detsamma som en räntesänkning i det fall att indexlåneräntan är lägre än penningräntan (och penningräntan är oförändrad).

I kap. 4.3 betonades osäkerheten angående effekten på sparande och realkapitalbildning av indexlåns införande. Om man antar att sparandet växer med räntans höjd, kan enligt ovan indexlåns uppkomst innebära ökad efterfrågan via minskat sparande och ökade investeringar. Det måste å andra sidan finnas subjekt för vilka indexlån erbjuder en möjlighet till förbättrad avkastning. Antalet fall av denna typ bör öka ju närmare reallåneräntan ligger penningräntan.

Förutsättningen för att en politik, inriktad på att utjämna räntedifferensen, skall kunna genomföras med avsett resultat är att förväntningarna om inflation allmänt upphör. Men nu kan man med fog anta, att räntedifferensens 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 genom marknadsoperationer utjämnat räntedifferensen men inte nått syftet att avlägsna allmänhetens inflationsförväntningar, måste indexlån under sådana omständigheter te sig attraktiva för de flesta placerare, medan låntagarna har anledning att föredra penninglån. I extremfallet kommer därmed all enskild efterfrågan på obligationer att avse indexlånemarknaden och allt enskilt utbud penninglånemarknaden. 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 sedan inflation, kan detta slags politik knappast försvaras ur statsfinansiella synpunkter.

Mot tanken att utnyttja räntedifferen-

sen för att påverka allmänhetens långsiktiga prisnivåförväntningar kan dessutom invändas, att detta inte rimligen kan ske oberoende av om dessa är *realistiska* eller ej. Det ur välfärdsekonomiska synpunkter angelägna syftet — om förväntningarna rörande prisnivåutvecklingen över huvud skall påverkas — borde i stället vara att göra dem så verklighetstrogna som möjligt. Det bör dessutom observeras, att syftet med den diskuterade politiken egentligen inte är något annat än att åstadkomma en höjning av realräntan, vilket är innebörden av att allmänhetens förväntningar blir mindre inflationistiska. Denna effekt skulle dock kunna uppnås på en mera direkt väg genom en höjning av marknadsräntesatserna.

5.2 Värdet av realistiska förväntningar

Man torde dock inte kunna bortse från att förekomsten av indexlån och noteringen av en penningränta och en realränta kan 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.

Än mer påtaglig kan förskjutningen mot överdrivet inflationistiska förväntningar bli, om indexlåneräntan pressas ned under inflytande av värderingarna hos långivare med en mycket stark aversion mot penningvärderisker eller om låntagarna på grund av en negativ inställning till indexlån kräver en mycket stor räntedifferens för att acceptera låneavtal med indexklausul.

Om risken för förväntningspåverkan och dess konsekvenser tillmätes vikt, skulle man därför i vissa lägen vilja hålla räntedifferensen under kontroll. Det antydda slaget av politik blir föremål för närmare diskussion i fortsättningen. Helt problemfri ur de här anlagda synpunkterna är den dock inte. Om politiken inte helt utjämnar räntedifferensen — vilket med hänvisning till tidigare resonemang måste betecknas som välbetänkt — betyder det, att centralbanken genom sina operationer upprätthåller en differens mellan penning- och realränta, som avspeglar en förväntan om en framtida penningvärdeförsämring av viss, låt vara begränsad storlek. Detta kan tolkas som att centralbanken delar den penningvärdeuppfattning, som uttrycks i räntedifferensen. Om statsmakterna samtidigt deklarerar att ett stabilt penningvärde utgör en central politisk målsättning, kan dessa förehavanden te sig oförenliga och utlösa en allmänhetens misstro mot statsmakternas vilja och förmåga att fullgöra sina utfästelser.

Det är dock inte givet att samtidiga operationer på penning- och indexlånemarknaden behöver tolkas som att centralbanken delar marknadens penningvärdeuppfattning. Marknadsoperationer som syftar till att hålla räntedifferensen nere måste ta sig den formen, att centralbanken säljer realobligationer och/eller köper penningobligationer. Eftersom staten därigenom visar en benägenhet att låna upp i indexlån och låna ut i penninglån borde det snarare tyda på att staten väntar sig en svagare inflation än marknaden. Det motsatta slaget av operationer ger intrycket att kreditmyndigheten förväntar sig en starkare inflation än marknaden och därför söker nå en statsfinansiellt sett gynnsam portföljsammansättning med skulderna i penninglån och tillgångarna i indexlån.

Möjligheten av en förväntningspåverkan i inflationistisk riktning tillhör dock de negativa egenskaperna hos en

indexlånemarknad. Men detta är då ett argument mot uppkomsten av indexlån överhuvudtaget. Dess värde som argument för att staten, sedan en indexlånemarknad väl uppkommit, skall avstå från varje inblandning i form av engagemang på indexlånemarknaden 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 indexlånemarknaden lika gärna 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 är större än vad som motsvarar skillnaden mellan marknadsräntorna. En indexlånemarknad, vars räntebildning inte påverkas av kursstödjande operationer, kan dessutom i inledningsskedet uppvisa 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.

6. Stabiliseringspolitik och ekonomisk tillväxt

Statens uppträdande på indexlånemarknaden bör, som tidigare i olika sammanhang påpekats, orienteras efter samtliga de mål som penningpolitiken har att söka realisera. Enligt analysen i kap. 4.3 bör en politik, som direkt påverkar *real*räntans höjd, vara effektivare än en politik, som endast når denna påverkan indirekt, dvs. via penningräntan. Har förtroendet för det framtida penningvärdet allmänt rubbats, kan det innebära svårigheter för räntepolitiken.

Den antydda problematiken blir särskilt aktuell vid förändringar i allmänhetens prisnivåförväntningar. Marknadsräntan i reala termer kan därvid genomgå betydande fluktuationer, som endast med svårighet kan neutraliseras genom förändringar av den nominala räntan. Detta i första hand därför att man — utan indexlån — saknar instrument för att registrera förskjutningar av allmänhetens prisnivåförväntningar. De kan i princip iakttas först när de via effekten på avkastningsförväntningarna lett till ändrade spar- och investeringsplaner och därmed påverkat den totala efterfrågesituationen. Tillgripes i sådana lägen exempelvis en räntehöjning för att motverka en efterfrågeökning kan detta leda till att förväntningarna om den framtida prisnivåutvecklingen ytterligare förskjutes uppåt med efterfrågestimulerande konsekvenser. 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 prisnivåns framtida höjd inte ha någon effekt på den totala efterfrågan. Förväntningar om förskjutningar av de relativa varu- eller faktorpriserna kan alltfort leda till efterfrågeförändringar (ehuru i något mindre grad än vid penninglån om de väntas vara förbundna med en likriktad förskjutning av den allmänna prisnivån).

Enligt analysen i kap. 4.3 synes vissa skäl tala för att ökad säkerhet leder till ändringar i expansiv riktning av både sparande- och investeringsplaner. Om indexlån för både hushåll och företag innebär minskade risker vid finansiellt sparande och lånefinansierade realinvesteringar, kan införandet av indexlån sålunda framkalla minskad kon-

sumtion och ökade realinvesteringar, vilket betyder att takten i realkapitalbildningen ökas. Problemet kompliceras dock av att avkastningseffekter samtidigt torde uppstå, vilkas storlek och riktning för de enskilda subjekten i deras egenskap av långivare resp. låntagare beror av både indexlåneräntans höjd och spridningen av de individuella förväntningarna.

De konsekvenser för urvalet av genomförda realinvesteringar, som är en följd av att investerarna har olika uppfattningar om den framtida prisnivåutvecklingen och därmed om den reala marknadsräntans höjd behandlades i kap. 4.3. Argumentationen går i korthet ut på att i en penninglånemarknad blir fördelningen mellan lönsamma och icke lönsamma investeringar beroende av investerarnas prisnivåförväntningar, medan den reala räntabiliteten ensam skulle avgöra fördelningen i en indexlånemarknad.

Om dessa olika argument är hållbara utgör de otvivelaktigt skäl för en snabb expansion av indexlånemarknaden som ett led i penningpolitikens effektivisering. Möjligheterna att öka sparandet bör sålunda vara störst om indexlånemarknaden erbjuder stor valfrihet i fråga om institutionella former för placeringarna och därmed differentieras med avseende på indexlåns likviditetsegenskaper, graden av kreditrisk m. m. Ett på den reala räntabiliteten grundat investeringsurval nås dessutom i full utsträckning först när övergången till indexlån är fullständig, dvs. när penninglånemarknaden mer eller mindre upphört att fungera.

7. *Penningpolitikens alternativ*

I det föregående har framhävts möjligheten att genom introduktionen av indexlån tillgodose behovet av värdesäkring och samtidigt effektivisera vissa delar av den ekonomiska politiken. Ehuru inga helt säkra resultat kan nås pekar dock de flesta indicierna på att dessa möjligheter är störst om penningpolitiken snabbt omställes till att ha indexlånemarknaden som sitt huvudsakliga arbetsfält. Härigenom borde inte bara indexlåns positiva egenskaper ha de bästa förutsättningarna att komma till sin rätt. Kunde räntepolitikens traditionella utformning överges och räntebildningen på penninglån helt överlåtas åt de fria marknadskrafterna, skulle också en väsentlig nackdel hos indexlån undgås, nämligen statens ansvar för räntedifferensen och därmed uppkomsten av en »officiell» förväntan om framtida penningvärdeförsämring.

En omedelbar eller mycket snabb omläggning av penningpolitikens arbetsmetoder kan dock möta både principiella invändningar och praktiska svårigheter. De praktiska svårigheterna sammanhänger i första hand med de starka krav på snabb anpassning i en rad olika avseenden, som i sådant fall skulle ställas på kreditmarknaden och penningpolitiken. En väsentlig fråga är därvid om centralbanken i fortsättningen kan avstå från en direkt kontroll över räntenivån på penninglånemarknaden. Dessa och andra problem blir föremål för närmare analys i kap. 13. Men det kan redan nu förutskickas, att denna främst sysslar med möjligheterna att på längre sikt koncentrera penningpolitiken till indexlånemarknaden.

Den principiella invändningen mot detta slags politik är att den kan skapa olika förutsättningar för indexlån och penninglån. I en dubbel kreditmarknad kan räntedifferensen i frånvaron av utjämnande operationer förete vissa fluktuationer. Penninglånemarknadens prisbildning kommer därmed att omges med större osäkerhet och placeringar i penninglån blir mindre attraktiva.

Kombinationen penningvärdeosäkerhet och avsevärt större kursrisk vid innehav av penningobligationer kan leda till krav på så höga räntor på penninglån, att låntagarna tvingas över till indexlånemarknaden. Om den tendensen blir bestående kan penninglånemarknaden med tiden komma att framstå som ett mindre nödvändigt bihang på kapitalmarknaden och förbehållas de kortaste eller mest spekulativa transaktionerna.

7.1 Penningpolitikens neutralitet

Eftersom utredningarna bl. a. i kap. 2 efterlämnat en viss tvekan rörande indexlåns egenskaper ur risksynpunkt för de enskilda låntagarna, är det möjligt att hävda att marknadsparternas val av placerings- och upplåningsform bör avgöras enbart av deras behov av skydd mot penningvärderisker. Enligt detta sätt att se förses penningpolitiken i en dubbel kreditmarknad med restriktionen att den så långt det är möjligt skall vara *neutral* med avseende på de enskilda subjektens val mellan penning- och indexlån.

Det sagda kan också motiveras på följande sätt. I det ideala fallet borde varje subjekt kunna välja den eller de kontraktsenheter, som minimerar osäkerheten om utfallet av de (hushålls- eller företags)planer, vari finansiella kontrakt ingår. En av praktiska skäl nödvändiggjord kompromiss med detta idealtillstånd, som — särskilt för företagen, se kap. 2.3 och 3.3 — skulle kräva upprätthållandet av en mångfald olika kontraktsformer, är tillgång till både penning- och indexlån. Det bör tilläggas, att om vissa subjekt skulle föredra en *blandning* av penning- och indexlån såsom det ur risk- och/eller avkastningssynpunkt gynnsammaste, bör de inte hindras från dylika operationer av olikartade kursriskförhållanden.

Det är dock inte givet, att kravet på nonintervention i marknadsparternas val mellan penning- och indexlån under alla förhållanden kan eller bör upprätthållas. Andra ekonomiskt-politiska syften kan motivera en direkt stimulans resp. diskriminering av endera låneformen. Diskussionen av bostadsfinansiering med indexlån i kap. 5 visade, att skäl kan förebringas för en mycket kraftig stimulans av indexlån som finansieringsform i bostadsfastigheter, när hyresbildningen regleras enligt en självkostnadsprincip.

7.2 En passiv räntepolitik

Det är möjligt att statsmakterna kommer att hysa motvilja mot att bedriva penningpolitik i en dubbel kreditmarknad, som bl. a. innebär att räntedifferensens storlek kan uppfattas som ett uttryck för statsmakternas inflationsförväntningar. Om man samtidigt inte är beredd att övergå till att endast operera på indexlånemarknaden utan vill i stort sett bibehålla de nuvarande kontrollinstrumenten på penninglånemarknaden, aktualiseras tanken på en mera passiv politik på indexlånemarknaden, där staten söker uppträda som en låntagare bland andra utan att i penningpolitisk mening ta något ansvar för räntebildningen.

Det är dock inte säkert, att staten kan undgå att i allmänhetens ögon »ta ansvaret» för räntedifferensens storlek ens i det fall, att man avstår från ingripande i marknadssituationen. »Passiviteten» kan sålunda endast motiveras från statsfinansiella utgångspunkter. Staten kan därmed knappast samtidigt uppta penninglån, eftersom man då ger det intryck man vill förhindra, nämligen att de för upplåningspolitiken ansvariga förväntar sig en prisstegring som är minst lika stor som räntedifferensen. Skulle man å andra sidan lyckas bibringa allmänheten den uppfattningen, att centralbankens operationer i indexlån enbart förestavas av statsfinansiella

hänsyn, är såsom framgått av resonemangen i avsnitt 3 risken stor att dessa hänsyn inte blir tillgodosedda.

7.3 En begränsad indexlånemarknad

Såvida inte staten under dessa förhållanden bestämmer sig för att helt avstå från varje kreditpolitiskt engagemang på indexlånemarknaden, finns det dock ytterligare ett alternativ för dess 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 funktionssätt regleras genom att indexlånen göres oöverlåtbara och säljes endast under vissa villkor till privatpersoner och kapitalmarknadsinstitut m. fl.

Det är således i princip fråga om en marknad endast för statliga indexlån, som förbehålles de grupper, vars behov av värdesäkra placeringsmöjligheter man i första hand vill tillgodose. Syftet är att undvika, att någon egentlig marknad för indexlån uppstår med dess konsekvenser via prisbildningen för den ekonomiska politiken och för behovet av mer omfattande engagemang i indexlån från statens sida. Innebörden av en dylik politik i indexlånefrågan skall närmare diskuteras i kap. 13.5.

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 de följande kapitlen.

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 således att finnas ett övergångsskede, varunder svårigheter uppstår både att utnyttja indexlåns positiva egenskaper 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

Inledning

Den svenska kreditmarknaden domineras av olika slag av kapitalförvaltande och kreditförvaltande 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.

1. Värdesäkra försäkringsformer

I princip är värdesäkringsproblemen aktuella för alla försäkringar, som innebär långsiktiga ekonomiska kontrakt, oberoende av om ett sparmoment ingår i försäkringen eller ej. Den följande framställningen begränsas dock i första hand till kapitalförsäkringar och pensionsförsäkringar med sparmoment. För en sådan avgränsning talar främst den betydande roll dessa försäkringsformer spelar 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) fonder till närmare 14 miljarder kronor.

Även för vissa typer av skadeförsäkringar, främst trafikförsäkringar, sjukförsäkringar och olika slag av olycksfallsförsäkringar med utbetalning av ersättningar i form av livräntor kan värdesäkringsproblemen bli aktuella. I det följande skall några generella principer, som i viss mån även är giltiga för skadeförsäkringar, redovisas.

Försäkringsområdets värdesäkringsproblem är ej helt identiska med dem som råder inom övrig kapitalförvaltning på grund av den skälighetsprincip, som reglerar förhållandet mellan försäkringstagare och försäkringsboag. I huvudsak innebär skälighetsprincipen att det överskott, som kan uppstå i försäkringsrörelsen, skall återföras till försäkringstagarna. Återbäringen i livförsäkring har en lång rad olika former. Vanligast är att återbäringen utbetalas först när försäkringen upphör. Men det förekommer också att återbäringen successivt tillföres försäkringstagarna i form av premienedsättningar. Återbäringen kan också användas som premie för en tilläggsförsäkring. Den totala avkastningen sammanhänger sålunda i hög grad med möjligheterna till överskott i försäkringsrörelsen.

Skälighetsprincipen för livförsäkringar kan tolkas som ett naturligt komplement till den soliditetsprincip som man sedan gammalt lagt stor vikt vid.

Försäkringsavtalen är mycket långa och sträcker sig ofta över decennier. Försäkringsbolagen har i allmänhet ej möjlighet till premiehöjningar och har dessutom förbundit sig att ge en viss *minsta* avkastning. Det förräntningsantagande efter vilket premierna beräknas är för närvarande 2,5 % för kapitalförsäkringar och 3 % för pensionsförsäkringar.

1.1 Jämförelse mellan realförsäkring och nominalförsäkring

En jämförelse mellan reala och nominala försäkringskontrakt kan lämpligen omfatta följande moment. Först jämföres försäkringskontrakten med avseende på avkastningens nivå. Därefter behandlas graden av osäkerhet beträffande den reala avkastningens storlek och slutligen jämföres fördelningen i tiden av premier och utbetalningar för de två försäkringsformerna.

Den reala avkastningens nivå

Som tidigare framhållits har dagens nominala försäkringar i förhållande till marknadsräntan låga ränteantaganden i premiegrunderna, varierande mellan 2,5 och 3 %. Den säkerhetsmarginal, som föreligger, motiveras av de fluktuationer i nominalräntenivå som historiskt har förelegat och av att räntenivån, exempelvis på långa statsobligationer, tidvis legat vid eller strax under försäkringsgrundernas ränteantagande.

I den utsträckning som försäkringsbolagen kan placera sina fonder i tillgångar med en högre avkastning, har försäkringstagarna kommit i åtnjutande härav genom återbäring. I de fall försäkringstagarna varit medvetna om möjligheterna till återbäring bör inte skillnaden mellan ränteantaganden och aktuella marknadsräntor ha spelat någon avgörande roll för benägenheten att spara i försäkringens form. Däremot kan metoden för återbäringens tilldelning ha påverkat intresset för försäkringssparandet. En stor säkerhetsmarginal, kombinerad med en utbetalning av återbäringen först vid försäkringstidens slut, kan av försäkringstagarna tolkas som en ökad osäkerhet jämfört med det fall att ränteantagandena bättre överensstämt med marknadsräntan eller att återbäringen givits formen av sänkta premier.

Den låga nominalräntesats, som för närvarande tillämpas i grunderna för nominalförsäkring, svarar mot en negativ realränta vid en långsiktig prishöjning på 3 %/år eller mera. Det skapar vissa problem vid bestämning av grunderna för realförsäkringar, då det kan vara önskvärt att säkerhetsmarginalen i real- och nominalförsäkring ej är alltför olika.

Det förefaller troligt att försäkringsbolagen kommer att vilja undvika ett ränteantagande vid realförsäkring, som innebär en negativ realränta. En dylik restriktion minskar säkerhetsmarginalen för realförsäkringar. I samband därmed kan det också uppstå en press uppåt på ränteantagandena för nominalförsäkringar. Men det bör också framhållas, att valet av ränteantagande spelar en mindre roll för den totala avkastningens nivå, när hänsyn även tas till återbäringen (se avsnitt 1.2).

Säkerheten beträffande den reala avkastningen

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

kap. 2 har behandlats vissa problem, som är förknippade med en konsumtions- och inkomstomfördelning i tiden för det enskilda hushållet. Slutsatsen blev därvid att en värdesäkringsgaranti är särskilt viktig för sådana långsiktiga placeringar, som har en låg grad av likviditet. På försäkringssidan gäller detta främst pensionsförsäkringar, som inte kan återköpas.

Det är också angeläget att finna en sådan avvägning mellan soliditetsprincipens krav på betryggande säkerhetsmarginaler och försäkringstagarnas önskemål om försäkringar med på förhand bestämd storlek av de i framtiden utfallande reala försäkringsbeloppen. Detta kan förutsätta en minskad differens mellan försäkringsgrundernas ränteantaganden och marknadsräntesatserna eller en tilldelning av återbäringen genom premienedsättning. Den senare principen för återbäring bör vara av större betydelse för realförsäkringar än för nominalförsäkringar (se avsnitt 3.2). Den princip, som i stor utsträckning tillämpats för nominalförsäkringar (utbetalning vid försäkringstidens slut), har bl. a. kunnat motiveras med att realvärdet av det ursprungliga försäkringsbeloppet minskat genom en icke förväntad inflation. Detta argument är dock ej tillämpligt vid realförsäkringar.

Tidsfördelningen av premiers och försäkringsbelopps reala storlek

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 konstant premie avtar med sjunkande penningvärde, samtidigt som försäkringstagaren i allmänhet har en stigande realinkomst. Detta problem har sin motsvarighet vid utbetalningen

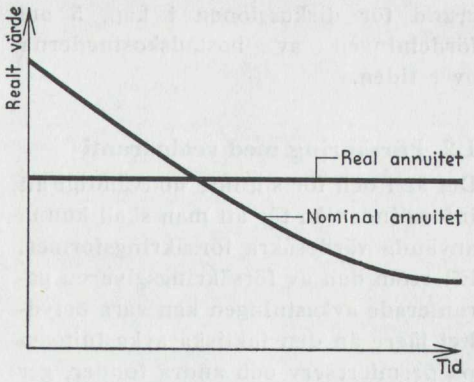


Diagram 11:1 Real resp. nominal annuitet vid fortgående inflation.

av försäkringsbelopp och pensioner, som utgår i form av nominala annuiteter. Det reala värdet av utbetalade belopp sjunker med tiden.

Det bör understrykas att detta problem bör hållas isär från den tidigare berörda avkastnings- och riskproblematiken. Även för en individ, som kan göra en helt riktig förutsägelse av de framtida penningvärdeförändringarna och anpassar sitt försäkringsskydd till detta, uppstår den mindre lämpliga tidsfördelningen av inbetalningarna, eventuellt också av utbetalningarna. I princip kan en gynnsammare fördelning uppnås genom tecknande av tilläggsförsäkringar och en successiv höjning av den nominala premienivån. Detta arrangemang kräver dock, att kraven på förnyad riskbedömning vid tecknande av tilläggsförsäkring slopas (något som även torde vara en förutsättning för uppkomsten av realförsäkringar).

Den reala försäkringsformen, där såväl premier som försäkringsbelopp definierats i reala termer, har således den fördelen att en *rationell tidsfördelning* av premiebetalningar och utbetalningar av försäkringsbelopp underlättas. Denna aspekt, som är av särskild vikt vid långsiktiga kontrakt, har bl. a. legat till

grund för diskussionen i kap. 5 om fördelningen av bostadskostnaderna över tiden.

1.2 Försäkring med realgaranti

Det är i och för sig 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 en kompensation för penningvärdets fall. Under förutsättning att premiebetalningarna indexregleras (eller sker vid ett tillfälle) kan på detta sätt fullständig värdesäkring i princip åstadkommas (se 3.3 ang. jämförande premiekalkyler för real- och nominalförsäkring). Om den årliga prisstegringstakten och överräntans procentsats överensstämmer med varandra kan överskottet i form av återbäring tillföras försäkringsbeloppet. Om vidare försäkringsgivaren med tillräcklig säkerhet anser sig kunna förutse den kommande ränteutvecklingen och därmed marginalen mellan förräntningsåtagande och marknadsränta, vore det möjligt att utfärda vissa begränsade värdesäkringsgarantier.

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

Kollektiv pensionsförsäkring med realgaranti

I den kollektiva pensionsförsäkringen finns däremot flera exempel på att värdesäkringsgarantier införts utan tillgång till värdesäkra placeringar. Underlaget utgöres här dels av åtaganden från avgiftsbetalarna-arbetsgivarna dels av de 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 levnadskostnadsstegring, som inträffar efter pensionsfallet. Värdesäkringen före pensionsfallet ordnas genom att pensionsbeloppen höjs mot avgiftsbetalning på vanligt sätt.

Den återbäring, som utgör kompensation för penningvärdets förändringar, skall för SPP:s utgående pensioner bestämmas för ett år i taget och får inte sättas högre än som motiveras av penningvärdets fall under den tid pensionen utgått. Tilläggen skall bestämmas enligt enhetliga principer och vara lika för alla pensioner, som börjat utgå under ett och samma kalenderår. Tilläggen skall ej sättas högre än att de beräknas kunna utgå så länge pensionerna varar. Någon garanti för fortsatt utgivande av tilläggen föreligger emellertid inte.

Det finns anledning att peka på en svårighet med återbäringsregler utformade efter den ovan beskrivna principen. Om en fullständig kompensation kan ges genom återbäring av överskottsmedel innebär detta att den reala avkastningen också svarar mot det ursprungliga nominala ränteantagandet, dvs. 3 %. Som tidigare framhållits kan det vara svårt att uppnå en så hög real avkastning vare sig placeringarna sker i penninglån eller indexlån. För att kunna garantera kompensation för penningvärdeförändringar via återbäringsmedel kan det bli nödvändigt att anpassa ränteantagandet till vad som bättre svarar mot den reala räntenivån på längre sikt.

Att det för SPP är möjligt att vid ränteantagandet 3 % ge värdesäkra pensioner sammanhänger också med att antalet pensionärer är relativt litet. Det uppkomna överskottet härrör till stor del från de nu aktivas försäkringar och återbäring tilldelas pensionärerna även från de aktivas andel av återbäringsfonden. I det sammanhanget bör betonas, att ändringen av SPP:s återbäringsgrunder till att låta återbäringen ge en kompensation för penningvärdets förändringar oberoende av den enskilda försäkringens bidrag till det uppkomna överskottet har som förutsättning haft de kollektiva avtal, som träffats av arbetsgivare- och arbetstagareorganisationer.

2. *Aktielivförsäkring*

Livförsäkringsaktiebolaget Thule har i skrivelse den 23 mars 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.

Avsikten i Thules förslag är att nå ökade möjligheter för försäkringsspararna att värdesäkra sina försäkringar genom placering av premiereservmedlen i aktier. Aktiernas värdeutveckling har, framhålls det, haft en påfallande god anpassning till den långsiktiga prisstegringen. Om försäkringsgivaren tillåtes förvärva aktier i full utsträckning för premiemedlen uppstår en ny form av indirekt investering i realegendom, som — bl. a. tack vare den riskspridning som försäkringsbolagens stora portföljer tillåter — blir avsevärt mera lättåtkomlig för hushållen än den direkta realinvesteringen. Om försäkringsfonden placeras i aktier kan försäkringsgivaren å andra sidan inte lämna någon utfästelse om ett i kronor eller någon annan kontraktsenhet 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.

Försäkringsbolagens placeringsbestämmelser

Enligt tabell 11: 4 förvaltade livförsäkringsbolagen vid utgången av år 1961 tillgångar med ett sammanlagt värde av 13,7 miljarder kronor. Härav utgjordes ca 12,8 miljarder av nominalt fixerade tillgångar; värdet av fastigheter och aktier uppgick till endast ca 900 milj. kr. Det totala innehavet av s. k. placeringsaktier var 395 milj. kr. eller 2,9 % av det förvaltade kapitalet. (Livförsäkringsaktiebolaget Thules innehav av s. k. placeringsaktier bokfördes vid samma tidpunkt till 117 milj. kr.)

Bakgrunden till denna placeringsinriktning är bestämmelserna i lagen om försäkringsrörelse, som begränsar utrymmet för aktieplaceringar till vissa överskottsfonder, dvs. innestående, ej utdelade återbäringsmedel. Av premiereserven (försäkringsfonden) får ingen del placeras i aktier, medan 9/10 måste placeras i kvalificerade nominallån, dvs. i första hand guldkantade obligationer och inteckningslån med primärsäkerhet. Dessa bestämmelser avser att säkerställa försäkringsbolagens soliditet. Försäkringsförpliktelser av nominal innebörd kan helt säkerställas endast genom placering i penninglån (ang. indexlån som placeringsform, se dock avsnitt 3.1 nedan).

Den mest väsentliga lagändringen för att möjliggöra aktielivförsäkring och

tillgodose soliditetskravet vid denna försäkringsform är således att införa en bestämmelse om att premiereserven för aktielivförsäkring skall placeras i aktier. Thule anser dock att det här, liksom vid nominalförsäkring, bör finnas en fri placeringssektor, förslagsvis 1/10 av försäkringsfonden.

2.1 Aktielivförsäkring i andra länder

Aktielivförsäkring i nämnvärd skala synes för första gången ha meddelats år 1952 i USA av TIAA (Teachers' Insurance and Annuity Association) med dess för ändamålet bildade placeringsfond CREF (College Retirement Equities Fund). Verksamheten bedrives enbart bland universitetslärare och avser pensionsförsäkring. Vid utgången av år 1961 förvaltade CREF för drygt 90 000 försäkringstagares räkning en aktieportfölj värderad till 226 miljoner dollar. Premieinkomsten uppgick till drygt 36 miljoner dollar.

Förteckningen över de utländska försäkringsföretag, som för närvarande bedriver aktieförsäkringsrörelse, har följande utseende. (För vissa av de amerikanska bolagen, bl. a. det stora företaget Prudential, gäller att de fått tillstånd att bedriva aktieförsäkringsrörelse endast i vissa delstater.)

Karaktäristiskt för de flesta av dessa olika försäkringsformer är att de utgör en blandning mellan nominalförsäkring och aktielivförsäkring. Försäkringstagarna i TIAA-CREF kan sålunda välja mellan att betala 1/4, 1/3 eller 1/2 av premien till CREF för placering i aktier, medan återstoden går till TIAA för placering i nominalvärden och sålunda förses med nominal räntegaranti. Pensionsutbetalningarna kommer därmed att bestå av ett nominalt fixerat belopp och ett belopp, som varierar med aktieportföljens genomsnittsvärde (se nedan).

Tabell 11:1. Försäkringsbolag med aktielivförsäkring.

Bolag	Start	Försäkringsform
USA		
College Retirement Equities Fund	1952	livräntor
Participating Annuity Life Insurance Co.	1954	»
Variable Annuity Life	1955	»
Equity Annuity Life Insurance Co.	1956	»
Prudential	1960	»
England		
London & Manchester	1957	»
London & Edinburgh	1957	kapitalförsäkring
Northern Assurance	1958	livräntor
Holland		
de Waerdye	1956	livränte- och kapitalförsäkring

De engelska bolagen London & Manchester och London & Edinburgh har dock inga krav på kombination med nominalförsäkring utan försäkringstagaren får i dessa bolag fritt välja försäkringstyp. Det holländska bolaget de Waerdye är ett specialbolag, som endast säljer aktielivförsäkringar.

Den blandade försäkringsformen i TIAA-CREF infördes på grundval av undersökningar, som före starten gjordes på empiriska data, vilka avsåg att ge en uppfattning om hur rena aktieplaceringar ur risksynpunkt utfallit i förhållande till placeringar, som innehöll både nominallån och aktier. Man fann att variationerna i *realvärde* hos den rena aktiefonden var avsevärt större än hos både den rena nominalfonden och den blandade fonden. (Dessa undersökningar har publicerats i skriften »A New Approach to Retirement Income», TIAA, New York 1951.)

Tabell 11:2. Resultat av pensionsförsäkring hos CREF med premie på 50 dollar/månad under tiden 1/7 1952—31/12 1961.

Slutet av år	Under året inbetalade premier	Antal enheter som krediterats försäkringen			Enheternas totala dollarvärde per 31/12 1961
		Inköpta för årspremien	Inköpta för avkastningen t.o.m. ult. 1961	Summa enheter	
1952 (6 mån.)	$ 300	28,66	8,90	37,56	$ 1 196
1953	600	58,44	16,31	74,75	2 381
1954	600	46,17	10,45	56,62	1 803
1955	600	35,16	6,49	41,65	1 327
1956	600	30,25	4,47	34,72	1 106
1957	600	30,67	3,50	34,17	1 088
1958	600	28,69	2,34	31,03	988
1959	600	22,67	1,23	23,90	761
1960	600	22,75	0,69	23,44	746
1961	600	19,16	0,16	19,32	615
Summa	$ 5 700	322,62	54,54	377,16	$ 12 016[1]

[1] Efter det kraftiga kursfallet i USA under 1962 sjönk enheternas sammanlagda dollarvärde till $ 10 899 ult. 1962.

Resultat av aktielivförsäkring

De pensionsförsäkringspremier, som inbetalas till TIAA-CREF fördelas så, att 50 % går till TIAA och placeras i nominalvärden, medan 50 % förs till CREF. Hos CREF erhåller försäkringstagaren för sin premie ett antal »accumulation units», som uträknas för månad och vars dollarvärde varierar med aktieportföljens värde. Portföljens värdeenhet sattes vid starten år 1952 till 10 dollar. Den motsvarade i december 1961 ca 32 dollar. När pensionsåldern inträder konverteras individens innehav av »accumulation units» till ett visst antal »annuity units». Deras dollarvärde motsvarar hans ålderspension. Även denna enhet följer aktieportföljens värde men omräknas endast en gång om året. I tabell 11:2 ges CREF's exempel på den fondackumulation som blivit resultatet av en månatlig premie på 50 dollar inbetalad fram till slutet av år 1961.

2.2 Försäkringens konstruktion

De huvudtankegångar, som Thule vill tillämpa vid konstruktionen av aktielivförsäkring, är följande:

1) För att verkningarna av tillfälliga fluktuationer av aktiekurserna i möjligaste mån skall neutraliseras är det betydelsefullt, att placeringarna får en väsentlig spridning i tiden och att försäkringskontraktet blir relativt långvarigt. Aktielivförsäkring skall därför icke meddelas mot engångspremie utan premiebetalningen bör vara fördelad på minst 10 år. På motsvarande sätt bör försäkringsbeloppen utbetalas i form av livsvariga periodiska utbetalningar (vid pensionsförsäkring) eller i form av rater under minst 5 år (vid kapitalförsäkring). Minsta sammanlagda tid för dödsfallsförsäkring skulle härigenom uppgå till 15 år.

2) Den individuella försäkringen bör i möjligaste mån skyddas för de värdefluktuationer kring aktiekursernas genomsnitt, som enskilda papper genom-

går. Dessa hänsyn skulle kunna tillgodoses redan från aktielivförsäkringens start, om försäkringstagarna kan köpa andelar av Thules redan existerande stora och allsidigt sammansatta aktieportfölj. Varje i portföljen ingående aktiepost (utom egna koncernaktier) skulle därvid i lika proportion fördelas mellan det nominala försäkringsbeståndet och aktielivförsäkringen.

3) En ren aktielivförsäkring, dvs. med hela premiereserven placerad i aktier, kan trots allt utsättas för betydande fluktuationer med avseende på sitt realvärde. Thule anser dock att den utomlands tillämpade konstruktionen med en fast kombination av nominal- och aktielivförsäkring inte är nödvändig. Dess konstruktion för aktielivförsäkring har andra egenskaper, som ger försäkringen ett betydande nominalt inslag.

Den försäkringstekniska utformningen av Thules aktielivförsäkring kan sålunda sammanfattas på följande sätt. Premierna avtalas i fasta nominalbelopp.[1] Försäkringen gäller således vid tecknandet på ett visst angivet belopp. Sambandet mellan detta initialbelopp och försäkringspremien bestäms enligt samma premietariffer, som tillämpas för vanliga nominalförsäkringar. Premieberäkningen baseras därvid på ett antagande om en (nominal) förräntning av de nominalt fixerade premierna av 3,5 %. Denna procentsats föreslås bli densamma för pensionsförsäkring (f. n. 3 %) och kapitalförsäkring (f. n. 2,5 %). Premiereserven placeras i aktier. Värdeförändringar av premiereserven anknyts till värdeförändringen av Thules totala aktieportfölj och tillförs försäkringen vid varje kalenderårs början. En värdeförändring medför att försäkringsbeloppet — men ej premien — omräknas. Thule anför dessutom, att aktielivförsäkring i första hand torde bli ett komplement till samtidigt eller tidigare tecknad nominalförsäkring.

2.3 Remissyttranden

Yttrande över Thules framställning har efter Kungl. Maj:ts remiss avgivits av försäkringsinspektionen, riksbanken, riksgäldskontoret, 1958 års försäkringssakkunniga samt Svenska Livförsäkringsbolags Förening. Den principiella inställningen i dessa yttranden skall här i korthet återgivas. Tekniska synpunkter, som anlagts av remissinstanserna, refereras i andra sammanhang (se särskilt avsnitt 2.4 om konsekvenser för aktiemarknaden).

Försäkringsinspektionen konstaterar inledningsvis att aktielivförsäkringen av Thule konstruerats på ett sådant sätt, att försäkringstagaren »står fullt ut sin egen risk, varav följer att introduktionen av aktielivförsäkringen på intet vis ändrar dagens läge vad gäller trygghets- och skälighetsproblemen inom den vanliga rörelsen».

Inspektionen finner att Thules förslag är ett uttryck för livbolagens strävan att på olika sätt reducera penningvärdeförsämringens konsekvenser för försäkringsspararna. De olika åtgärder, som kan ifrågakomma i detta syfte, t. ex. utvidgad rätt att placera i aktier, bör utredas. Aktielivförsäkringen har ett nära samband med livförsäkringsbolagens gemensamma önskemål om vidgad rätt att inom den vanliga rörelsen få placera försäkringsfond i aktier. Dessa frågor bör därför utredas i ett sammanhang, vilket borde kunna ske inom värdesäkringskommittén.

[1] Det bör dock observeras att en nominalt fixerad premie (i förhållande till en med aktieindex reglerad premie) minskar aktielivförsäkringens fluktuationer endast när aktiekurserna *stiger*. Om aktiekurserna *faller* kan aktieförsäkringens värdefluktuationer öka, eftersom den oförändrade premien då förslår till inköp av en förhållandevis större mängd aktier med låga kurser.

Svenska Livförsäkringsbolags Förening finner beträffande förslaget till aktielivförsäkring bl. a., att man för sin del inte vågar generellt ansluta sig till Thules uttalande, att »sambandet mellan aktiekurser och konsumentpriser ger anledning förutsätta, att den nya försäkringsformen skall kunna lämna försäkringstagarna ett betydande mått av värdebeständighet». Föreningen finner det dock sannolikt, att »vissa bestånd av aktielivförsäkringar kan bli delaktiga av de realvärden som vissa aktier under vissa perioder otvivelaktigt representerar».

Föreningens principiella uppfattning är att olika vägar måste prövas för att i görligaste mån garantera värdebeständighet åt livförsäkringssparandet. Föreningens egna förslag till sådana åtgärder är en allmän utvidgning av den fria placeringsrätten. En dylik reform har enligt föreningens uppfattning en för försäkringstagarna i gemen vida större angelägenhetsgrad än den speciella aktielivförsäkringen.

1958 års försäkringssakkunniga anser liksom försäkringsbolagen att lagen om försäkringsrörelse är alltför restriktiv när det gäller livförsäkringsbolags rätt att placera försäkringstagarnas tillgodohavanden i aktier. »De vinstmöjligheter och möjligheter till kompensation för penningvärdeförsämringar, som aktier skänker, gör att en klokt sammansatt aktieportfölj kan vara värdefullare än en obligations- och inteckningsportfölj av den typ, vari försäkringsfond i livförsäkring i dag i stort sett måste redovisas.»

De sakkunniga anser dock att denna reform inte bör genomföras isolerat utan i samband med en allmän översyn av kapitalplaceringsreglerna:

»Det kan nämligen icke vara rationellt att genom en isolerad lagändring tillskapa två ytterligheter, å ena sidan livförsäkringar vid vilka försäkringsfonden till ingen del får vara placerad i aktier och å andra sidan livförsäkringar vid vilka försäkringsfonden till den allra största delen måste vara placerad i aktier. Slutlig ställning till frågan om behovet och lämpligheten av en speciell aktielivförsäkring torde böra tagas först efter en omprövning av frågan i vilken utsträckning placering av försäkringstagarnas medel i realvärden och aktier bör vara tillåten vid hittills gängse livförsäkringsformer. Först efter en dylik omprövning föreligger alla förutsättningarna för ett ståndpunktstagande till Thules initiativ.»

Sveriges riksbank anför bl. a. följande:

»Gemensamt för de diskuterade formerna för försäkring med mer eller mindre fullständig värdesäkring är att de förutsätter placeringar i tillgångar vilkas värde visar en hög grad av följsamhet vid en stegring av den allmänna prisnivån. Det överskott, som jämfört med placeringar i vanliga obligationer och lån skulle uppstå i varje fall vid relativt starka prisstegringar, skulle sedan fördelas mellan försäkringstagarna efter regler som i möjligaste mån kompenserade dessa för penningvärdets fall. I själva verket kan ett mycket stort antal försäkringstyper tänkas konstruerade dels genom olika fördelning av placeringarna mellan aktier, fastigheter och indexreglerade lån samt traditionella obligationer och lån dels genom olika regler för överskottets fördelning. Det av Livförsäkringsbolaget Thule föreslagna systemet utgör ett extremfall, såtillvida att försäkringsfonden till minst nittio procent skulle placeras i aktier. Även om en aktielivförsäkring av denna typ givetvis kan kombineras med från densamma fristående andra försäkringar torde det enligt fullmäktiges mening kunna ifrågasättas huruvida en renodlad aktielivförsäkring från försäkringsmässig synpunkt utgör en lämplig form. Ett ställningstagande härtill måste i hög grad bli beroende av vilka alternativ som föreligger och bl. a. av om man i framtiden kan räkna med indexbundna lån eller icke.

— — —

Enligt fullmäktiges mening bör införandet av nya försäkringsformer och ändringar i försäkringsbolagens placeringsregler

prövas i ett sammanhang. En viktig utgångspunkt för denna prövning måste bli huruvida försäkringsbolagen kan påräkna placeringar i indexreglerade lån eller icke. Fullmäktige vill därför föreslå, att ställningstagandet till den föreliggande framställningen liksom till försäkringsbolagens placeringsregler överhuvud får anstå till dess resultatet av värdesäkringskommitténs arbete föreligger.»

Riksgäldskontoret anser, att de »genom remissen aktualiserade frågeställningarna är av så vittomfattande och komplicerad natur, att de självfallet kräver en ingående och allsidig utredning, innan slutlig ställning kan tagas till desamma. Vid en sådan utredning synes den av Livförsäkringsaktiebolaget Thule väckta frågan om införande av en aktielivförsäkring icke böra tillerkännas prioritet utan torde böra utredas och belysas i ett dylikt större sammanhang. Fullmäktige anser dock för sin del lämpligt, att med en sådan utredning tills vidare bör anstå i avvaktan på resultatet av värdesäkringsutredningens arbete».

2.4 Konsekvenser för aktiemarknaden

Den avvaktande attityd till aktielivförsäkring, som remissinstanserna genomgående intar, synes i stor utsträckning grundas på tveksamhet angående möjligheterna att genomföra de av samtliga bolag önskade förändringarna av försäkringslagens placeringsregler, varigenom bl. a. aktieplaceringarna kunde väsentligt utökas, och samtidigt introducera en ny försäkringsform, som förutsätter i det närmaste total täckning av försäkringsfonden med aktier. Det man i allmänhet ifrågasätter är om den svenska aktiemarknaden är eller kommer att bli tillräckligt stor för att utan kraftiga kurshöjningar eller andra störningar kunna absorbera en kraftig efterfrågeökning från försäkringsbolagen.

Svenska Livförsäkringsbolags Förening har i skrivelse till Kungl. Maj:t den 20 maj 1959 (omnämnd i kap. 1.3) bl. a. hemställt om ändringar av lagen om försäkringsrörelse i syfte att liberalisera bolagens placeringsregler. Dessa ändringar är

1) att den s. k. fria sektorn av försäkringsfonden ökas från nuvarande 10 % till 20 %, alternativt 25 % (berör 274 §);
2) att förbudet mot att aktier användes för redovisning av den fria sektorn slopas (berör 274 §);
3) att försäkringsbolagen utan särskilt medgivande får inneha 10 % (nuvarande bestämmelse: 5 %) av röstetalet för samtliga aktier i ett aktiebolag (berör 336 §);
4) att begreppet »driva försäkringsrörelse» ej skall lägga hinder i vägen för försäkringsbolagen att i ökad utsträckning bygga och förvärva bostads- och industrifastigheter samt förvärva skogsfastigheter (berör 2 §).

Föreningen anser att en väsentlig skillnad föreligger mellan dess önskemål om friare placeringsregler och Thules önskemål om en särskild försäkringsform där aktieköp skall ske kontinuerligt. I det förra fallet kan försäkringsgivaren avväga kapitalplaceringar i olika objekt allt efter marknadsläget. I det senare fallet måste han med kort tidsfrist placera influtna premiemedel i aktier (bortsett från 1/10 av försäkringsfonden), varvid köpens storlek inte kan anpassas till marknadsläget utan blir beroende av premieinkomsternas storlek.

Thule diskuterar i sin framställning enbart den efterfrågeökning som skulle följa av introduktionen av aktielivförsäkring. Här anser man sig dock kunna konkludera att detta inte kommer att ställa sådana anspråk på aktiemarkna-

den, att de ej kan tillgodoses. Skälen för denna uppfattning är i stort sett följande:

1) Efterfrågeökningen blir åtminstone till en början obetydlig. Det förefaller sålunda troligt, att aktielivförsäkring i första hand kommer att väcka intresse hos dem som redan har någon erfarenhet av investering i aktier. Med all sannolikhet kommer aktielivförsäkringen därför att först successivt få någon större utbredning. Det blir alltså inte fråga om några nya stora kapitalbelopp, som med en gång belastar aktiemarknaden, särskilt om man föreskriver en viss minsta premiebetalningstid.
2) Skulle begränsningen av försäkringsbolagens aktieinnehav ändras till 10 % av röstetalet, borde för avsevärd tid framåt utrymme skapas för försäljning av aktielivförsäkringar.
3) Aktiemarknadens storlek är inte stationär över en längre tidsperiod. Olika faktorer bör verka i expansiv riktning. Likaså kan aktieemissioner stimuleras genom statliga åtgärder. Olika faktorer bör verka i expansiv tera aktier med begränsad rösträtt, skulle utrymmet för placering av försäkringsmedel i aktier givetvis vidgas.

Sett på längre sikt kan man därför ej jämföra ett ökat sparande i aktier genom livförsäkringar med den nuvarande aktiemarknadens storlek. Det är i stället antagligt, att ökad efterfrågan på aktier kommer att stimulera företagen till ökad kapitalanskaffning genom aktieemissioner.

Anledning synes ej finnas att här rangordna de två ifrågasatta reformerna, dvs. liberalisering av placeringsreglerna resp. införandet av aktielivförsäkring. Inte heller torde någon säker slutsats kunna dras angående aktiemarknadens möjligheter att utan väsentliga kursstegringar till följd av materialbrist absorbera den sålunda skapade efterfrågeökningen.

Mot den angivna bakgrunden synes två synpunkter vara värda 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.

Dessa konsekvenser av aktielivförsäkring beror givetvis av den nya försäkringsformens omfattning. Efterfrågan på aktielivförsäkring kan knappast förutses; enligt Thules egen bedömning bör den åtminstone i början bli liten. Dessutom kan den komma från kategorier som under alla förhållanden skulle ha placerat motsvarande belopp i aktier. Vissa skattefavörer, dvs. möjligheterna att erhålla skattebefrielse från arvsskatt på belopp upp till 25 000 kr, kan dock utgöra en extra stimulans för köp av aktielivförsäkring.

2.5 Aktielivförsäkring ur värdesäkringssynpunkt

I kapitel 3.5. redogjordes för vissa undersökningar och andra omständighe-

ter, ägnade att belysa aktieplaceringars egenskaper ur värdesäkringssynpunkt. De resultat, som där nåddes, var i huvudsak följande. 1) Aktiers reala avkastning stabiliseras först vid långtidsinnehav. 2) Den långsiktiga stabiliteten avser genomsnittet av ett större antal aktier medan de enskilda aktierna uppvisar betydande variationer kring detta genomsnitt. 3) På grund av de flesta aktieseriers benägenhet att vid större förskjutningar ändras åt samma håll finns sällan möjligheter att helt säkra den reala avkastningen. 4) Aktieavkastningen har legat på en i förhållande till andra finansiella placeringars mycket hög nivå.

I sin konstruktion av aktielivförsäkring har Thule sökt eliminera eller reducera dessa olika osäkerhetsfaktorer vid placeringar i aktier i värdesäkringssyfte. Man vill begränsa aktieformen till försäkringstyper, som medför ett långsiktigt sparande, varvid beroende av tillfälliga kursväxlingar i största möjliga grad minskas. Genom att stipulera en spridning i tiden av både premier och utbetalda belopp får man en betydande utjämning av försäkringsbeloppets värde i förhållande till aktiekurserna. Försäkringen får omedelbart andel i varje aktiepost i Thules stora portfölj, varigenom beroendet av individuella kursvariationer undvikes. Thule understryker också vikten av att god information lämnas kunden, så att han får fullt klart för sig hur försäkringsbeloppets storlek beror av kursutvecklingen på aktiemarknaden.

Det bör i sammanhanget dock påpekas, att Svenska Livförsäkringsbolags Förening i sitt yttrande över Thules framställning visat en viss tveksamhet huruvida de olika reglerna är tillräckliga för att skapa erforderlig stabilitet åt beståndet av aktielivförsäkringar:

»Man kan väl knappast bortse från att aktielivförsäkringstagare som under en tioårig premiebetalningstid blivit underkunniga om en gynnsam värdeutveckling men som därefter varseblir tendenser till kommande sämre tider i stor utsträckning begär återköp av försäkringarna fastän utbetalning av återköpsbeloppet skall fördelas på fem år. Uppenbart är väl också att bolaget vid återköp under dåliga tider kan riskera brist på förståelse för bestämmelsen om den femåriga utbetalningstiden trots vad som blivit klarlagt vid försäkringens tecknande.»

Uppenbart torde vara att man inte med någon säkerhet kan uttala sig om huruvida den av Thule föreslagna konstruktionen kan tillgodose värdesäkringssyftet. Inte heller kan några garantier ställas för att aktiekursutvecklingen i framtiden ens på längre sikt får det samband med den allmänna prisnivån, som stabiliserar den reala avkastningen. Det ligger i sakens natur, att aktielivförsäkring måste innehålla ett riskmoment, som inte skulle förefinnas vid indexlån och realförsäkring. Å andra sidan kan detta risktagande kompenseras av de utsikter till högre real avkastning, som aktiemarknaden torde ge i förhållande till en indexlånemarknad.

Aktielivförsäkringen som realkontrakt

Aktielivförsäkringens egenskaper ur värdesäkringssynpunkt kan belysas genom en jämförelse med en realförsäkring, där premier och försäkringsbelopp avtalats i reala termer, dvs. är indexreglerade. Det är främst två egenskaper hos aktielivförsäkringen som är av intresse: valet av ränteantagande och premiens egenskap av ett genom tiden nominalt fixerat belopp. Thule anser, att ränteantagandet vid premieberäkningen bör vara 3,5 %. Ehuru detta inte kan bli något förräntningsåtagande, vare sig realt eller nominalt, är det dock relationen mellan premie och initialt för-

Tabell 11:3. Aktielivförsäkringen ur värdesäkringssynpunkt, ett räkneexempel. Försäkringsbelopp efter 30 år, indextal (procent av försäkringsfond med realavkastning = 3,5 %)

	Real aktieavkastning 3,5 % per år		Real aktieavkastning 5 % per år		Real aktieavkastning 2 % per år	
Prisstegring/år	2,5 %	4,5 %	1 %	3 %	4 %	1 %
Nominal aktieavkastning/år	6 %	8 %	6 %	8 %	6 %	3 %
Realvärdeindex vid nominalt fixerad premie	77	63	120	98	50	70
Realvärdeindex vid prisindexreglerad premie	100	100	134	132	79	80

säkringsbelopp, som utgör de enda måtten på sparplanens omfattning och realekonomiska innebörd för den enskilde försäkringstagaren.

Vi skall därför undersöka under vilka förutsättningar beträffande faktisk aktieavkastning och prisförändringstakt, som aktielivförsäkringen med de av Thule angivna villkoren kan ge en *real* avkastning av 3,5 %. Det betyder, att dess resultat jämföres med en realförsäkring med samma reala förräntningsåtagande. Det som främst bör observeras är att tekniken med nominalt given premie ger försäkringsavtalet en annan — och avsevärt lägre — realavkastning än 3,5 %, även om den reala avkastningen på försäkringsfondens aktier varit 3,5 % eller t. o. m. mera. Detta förhållande exemplifieras i tabell 11:3, där dessutom resultaten återges av en aktielivförsäkring, vars *premier* anpassas till den *allmänna prisindex*. Tablån ger vid handen att aktielivförsäkringen vid nominalt fixerad premie visar en betydande spridning med avseende på det reala utfallet.

Ur värdesäkringssynpunkt skulle konstruktionen av aktielivförsäkringen effektiviseras, om premierna anpassades till förändringarna av prisnivåindex.

I anslutning härtill bör ånyo framhävas betydelsen av att marginalen mellan ränteantagandet och marknadsräntan vid realförsäkring göres så liten som soliditetssynpunkterna tillåter. Syftet är att undvika, att försäkringssparandets resultat alltför markant avviker från vad som varit avsikten vid avtalets ingående.

Mot bakgrunden av räkneexemplet i tabell 11:3 och de beräkningar av aktieplaceringars avkastning, som återgivits i kap. 3.5, finns det därför anledning ifrågasätta om ränteantagandet 3,5 % vid aktielivförsäkring skulle vara realistiskt och därmed ändamålsenligt i den meningen, att det möjliggör för försäkringstagaren att på förhand bedöma den realekonomiska innebörden av försäkringsavtalet. För en bättre anpassning i varje fall till under efterkrigstiden realiserade aktieavkastningar torde ränteantagandet kunna höjas.

3. Försäkringsbolagen och indexlånemarknaden

3.1 Balansproblemet

Försäkringsbolagens beteende som placerare i en dubbel kreditmarknad skulle få en särpräglad karaktär, om man kunde utgå från att deras politik inriktades på att hålla så gott som fullständig balans mellan volymen index- resp. penninglån på in- och utlåningssidan. Försäkringsbolagens köp av indexlån avgjordes i sådant fall av hushållens be-

nägenhet att efterfråga realförsäkringar. Innan sådana försäkringar skapats behövde man sålunda inte räkna med någon egentlig efterfrågan på realobligationer från försäkringsbolagen.

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

Nominalförsäkring

Återbäringen och dess egenskap av försäljningsargument borde vidare utgöra en stimulans för försäkringsbolagen att utnyttja indexlån för att uppnå bättre avkastningsvillkor, även om försäkringsbeståndet uteslutande består av nominalförsäkringar. Under vissa förutsättningar skulle detta kunna ske helt utan risk för att förräntningsgarantin på nominalförsäkringar ej kan infrias. Med en räntefot på indexlånen, som är lika stor eller större än nominalförsäkringarnas ränteantagande, och ett »golv» för indexklausulen, som gör lånets räntefot till den lägsta möjliga nominalräntan, erbjuder indexlån väsentliga fördelar i förhållande till penninglån.

Ytterligare en omständighet kan åberopas som talar för att försäkringsbolagens värdepappersportföljer kan få ett betydande realt inslag utan motsvarande åtaganden på försäkringssidan. Om försäkringsgivarnas förväntningar är asymmetriska med större sannolikhet för en kraftig inflation än för konstant eller stigande penningvärde, är riskerna mycket små för att förräntningsåtagandet inte skall kunna infrias, även om indexlåneräntan understiger försäkringarnas (nominala) ränteantagande och/eller indexklausulen saknar »golv».

Det bör å andra sidan uppmärksammas, att uppkomsten av indexlån och införandet av realförsäkringar kan kräva en uppjustering av nominalförsäkringarnas ränteantagande, t. ex. för att genom en premiesänkning minska försäkringstagarnas benägenhet att återköpa nominalförsäkringar. Såvida detta inte sker i samband med en allmän höjning av räntenivån, kan det innebära ökat avstånd mellan indexlåneränta och ränteantagande med minskat utrymme för indexlåneplaceringar som resultat.

Realförsäkring

Vid placering av premiemedel för realförsäkringar är förutsättningarna för ett fritt val mellan penning- och indexlån ogynnsammare. Placeringar i penninglån kan ifrågakomma när räntedifferensen är större än den av bolaget förväntade prisstegringen. Risksituationen vid placeringar av premiereserverna för realförsäkringar i penninglån är dock sämre än vid liknande operationer på indexlånemarknaden med nominalförsäkringens premiereserv, så snart som förväntningarna är asymmetriska. Placeras realförsäkringsfonden i penninglån, motsvaras möjligheterna för mycket låga avkastningar vid en starkare inflation än förväntat endast av begränsade vinster om inflationen blir mindre än väntat.

Enligt de återgivna resonemangen skulle försäkringsbolagen inte i första hand eftersträva balans mellan kontraktsenheterna på in- och utlåningssidan utan ha en påtaglig preferens för indexlån, varvid dock — beroende på de nominala förräntningsåtagandenas höjd — vissa gränser nedåt för acceptabla indexlåneräntor torde uppträda. Om det leder till att volymen indexlån på tillgångssidan överstiger premiereserven för realförsäkringar kan det ses som ett uttryck för en placeringspolitik

från försäkringsbolagens sida som avviker från hushållens preferenser.

Det bör dock tillfogas, att den preferens för indexlån som försäkringssektorn kan komma att uppvisa inte behöver vara så stark att den kan konkurrera med sådana placerare, som har de mest långtgående inflationsförväntningarna eller den största riskaversionen. Likaså kan åtagandena mot försäkringstagarna förhindra försäkringsbolagen att acceptera de villkor, som kan vara förutsättningen för att privata indexlåneemissioner i större omfattning skall uppstå. När hänsyn tas till marknadsprisbildningen i indexlånemarknadens inledande skede kan det således komma att visa sig att försäkringsbolagens värdering av indexlån inte är tillräckligt positiv för att tillåta placeringar i större skala. Det bör således ihågkommas att den lägsta nominala avkastning, som försäkringsbolagen kan acceptera vid placering av premiereserven för nominalförsäkringar i indexlån, torde vara förräntningsåtagandets procentsats.

Soliditetskravet

Ovan har balansproblemen i en dubbel kreditmarknad diskuterats med utgångspunkt endast från försäkringsbolagens egen riskbedömning. Men det är naturligtvis också ett intresse för försäkringsbolagens kunder och samhällets tillsynsorgan att premiereserven placeras på ett sådant sätt, att solvensen inte äventyras. Utformningen av regler när det gäller fördelningen mellan penning- och indexlån synes kunna ske inom ramen för gällande lagstiftning. Enligt de ovan redovisade tankegångarna skulle balanskravet framför allt aktualiseras om realförsäkringar infördes, då placeringar av motsvarande premiereserv i nominallån ter sig riskfria endast under speciella betingelser.

För att ge en uppfattning om hur olika låntagargruppers inställning till indexlån påverkar försäkringsbolagens möjligheter att erhålla en indexreglerad utlåning visas i nedanstående tabell hur de svenska livförsäkringsbolagens placeringar fördelade sig mellan olika typer av tillgångar år 1961.

Tabell 11:4. Livförsäkringsbolagens förvaltade tillgångar år 1961.

Bokförda värden i milj. kr per 31/12

Fastigheter		494
Aktier och andra andelsbevis[1]		395
Svenska inteckningslån		4 466
Svenska kommunlån		1 523
Obligationer		5 877
Härav		
Statliga	2 277	
Hypoteksinstitutens	2 631	
Övrigt		984
	Summa	13 739

[1] Med aktier menas här endast s. k. placeringsaktier. Livbolagens innehav av aktier i andra försäkringsbolag, s. k. organisationsaktier, hänföres till kategorin Övrigt.

En övergång till indexlån för exempelvis bostadsbyggandets och kommunernas långsiktiga finansiering kan således få en mycket kraftig effekt på försäkringsbolagens värdesäkra placeringar.

3.2 Övergångsproblem vid realförsäkring

Reala moment i försäkringsrörelsen kan, som visades i avsnitt 1.2, införas i en rad former. En principiellt viktig gräns måste dock dras mellan sådana försäkringsavtal, där såväl försäkringsgivarens som försäkringstagarens prestationer är fixerade i reala termer (s. k. andelsbevis med realgaranti), och övriga avtal. Det reala försäkringsavtalets mest intressanta 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 tilläm-

pad avtalsteknik — kommer att bestå för lång tid framåt.

Det råder knappast något tvivel om att premiereserven för realförsäkringar praktiskt taget uteslutande måste placeras i indexlån. Om försäkringsbolagen önskar erbjuda realförsäkringar inom kapital- och pensionsförsäkringsrörelsen ställs de sålunda inför problemet att fastställa det ränteantagande, som också blir ett åtagande att prestera en viss real förräntning på premiereservmedlen. Detta avser dessutom avkastningen på löpande placeringar under lång tid framåt.

Vi återkommer senare till frågan i vilket skede av indexlånemarknadens utveckling, som det kan tänkas föreligga tillräckliga förutsättningar för en sådan bedömning av den långsiktiga realränteutvecklingen, att dessa ränteantaganden kan göras och läggas till grund för premieberäkningen vid reala kapital- och pensionsförsäkringar. Ett mycket allmänt omdöme är att det kan ske först sedan indexlånemarknaden existerat en viss tid, erfarenheter vunnits av räntebildningen och — framför allt — denna visat en tendens att stabiliseras på en tillräckligt hög nivå.

I indexlånemarknadens inledningsskede är det därför mindre troligt — såvida inte statens ingripande på indexlånemarknaden undanröjer osäkerheten om utvecklingen på längre sikt, se kap. 10 — att realförsäkringar i den här avsedda meningen kommer till stånd. Helt säkert är det dock inte. Vid en tillräckligt stor efterfrågan på reala försäkringstjänster bör det kunna skapas säljbara försäkringar även om premievillkoren på ett högst ogynnsamt sätt avviker från nominalförsäkringarnas, t. ex. därför att ränteantagandet vid realförsäkringar satts vid extremvärdet 0 %. En sådan räntegaranti skulle kunna ges redan i indexlånemarknadens första skede och utan andra bedömningar av den långsiktiga realränteutvecklingen än att realräntan aldrig annat än undantagsvis kommer att understiga noll. Skulle marknadsutvecklingen sedermera bestyrka att ränteantagandet är överdrivet försiktigt borde inga större svårigheter föreligga att för den begränsade försäkringsmängd, som det här bör vara fråga om, justera ränteantagandet uppåt.

Val av ränteantagande och premienivå

Vid valet av realränteantagande ställs försäkringsbolagen också inför det motsatta slaget av problem, nämligen att inte göra villkoren vid realförsäkring alltför förmånliga. En sådan politik skulle leda till en betydande konvertering från nominal- till realförsäkring inom kapitalförsäkringsrörelsen. Huruvida försäkringsbolagen kan tillåta en sådan förskjutning av förpliktelsernas innehåll beror i första hand på om indexlån står till buds för den nödvändiga konverteringen till reallån av premiereserven. Förutom de problem som kan uppstå på grund av andra slags konverteringssvårigheter är det möjligt att sådana operationer kan genomföras endast till priset av väsentligt sänkta indexlåneräntor.

Här kan naturligtvis inte avgöras hur villkoren för real- och nominalförsäkringar måste avvika från varandra för att »sugningen» från nominala till reala livförsäkringsavtal skall kunna hållas under kontroll. De enkla räkneexempel, som återges nedan (avsnitt 3.3), visar att skillnaden i grundränta och därmed den *initiala* skillnaden i premienivå kan bli av mindre betydelse för valet av försäkringsform än det förhållandet, att den reala premien vid nominalförsäkring sjunker när penningvärdet faller. Försäkringsavtalets konstruktion kräver så-

ledes i första hand ett ställningstagande till storleken av det *framtida* sparande, som hushållet vill åta sig.

Däremot har ränteantagandet stor betydelse i den meningen, att det kan leda till att det reala sparandet vid realförsäkring kan bli större än vad försäkringstagarna planerat. Det inträffar om premiemedlen ger en högre nettoavkastning än ränteantagandet. Skulle det senare märkbart understiga marknadsräntan måste andra sparformer te sig mer ändamålsenliga för den del av allmänheten, som eftersträvar en viss real sparandevolym.

Mot den här bakgrunden är det angeläget att betona en viktig skillnad i nominal- resp. realförsäkringars sätt att fungera. Marginalen mellan ränteantagande och marknadsränta motiveras av soliditetskravet. Även en relativt stor säkerhetsmarginal — såsom varit fallet under senare delen av 1950-talet — kan försvaras med att överräntan återgår till försäkringstagaren. Vid kombinationen nominalförsäkring och inflation blir den då ett sätt att undvika alltför stor diskrepans mellan det ursprungliga sparmålet och det faktiska utfallet, mätt i reala termer. Vid realförsäkring blir situationen annorlunda. Ett i förhållande till den faktiska avkastningen alltför lågt ränteantagande leder till att sparandet — i realt mått — blir större än avsett. Ur det enskilda hushållets synpunkt bör vid en i övrigt rationell planering ett sådant resultat te sig som mindre önskvärt.

Soliditetskravet

Sammanfattningsvis kan sägas, att försäkringsbolagen i sitt val av ränteantagande och premienivå i indexlånemarknadens inledande skede torde 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 kärv marknad köpa stora mängder realobligationer. Sambandet är dock på denna punkt vagt; för den som vill spara i försäkringens form och eftersträvar en given real sparvolym kan skillnaden i premienivå spela mindre roll. Särskilt gäller detta om han anser sig kunna räkna med att »överräntan» vid placeringarna blir ungefär densamma, antingen placeringarna sker i penning- eller indexlån. I samband därmed måste verkningarna av en mycket stor säkerhetsmarginal vid realförsäkring observeras, som leder till en förskjutning uppåt av det faktiska sparandet i förhållande till det planerade. Ur den synpunkten borde säkerhetsmarginalen vid realförsäkring snarare vara mindre än vid nominalförsäkring. Ett alternativ är att tilldela återbäringen i form av successiv premienedsättning.

I avsnitt 1.2 erinrades om att den kollektiva, privata pensionsförsäkringen genom arbetsgivaråtaganden och andra återbäringsregler kunnat ges en betydande värdesäkring på en så hög real räntenivå som 3 %. De skilda egenskaperna hos kollektiv och individuell personförsäkring torde dock leda till att den individuella försäkringen inte kan erbjuda så goda villkor i detta avseende som den kollektiva. Någon direkt effekt på den individuella realförsäkringens säljbarhet torde eventuella skillnader i förräntningsåtagande mellan kollektiv och individuell pensionsförsäkring inte ha — annat än i den utsträckning det är fråga om rena kompletteringsförsäkringar. Dessutom kan det ifrågasättas, om ett förräntningsåtagande av 3 % inom den kollektiva pensionsförsäkringen är möjligt att upprätthålla

i en framtid, när relationen mellan total premiereserv och löpande pensionsfall blir mindre fördelaktig än för närvarande.

3.3 Jämförande premiekalkyler för real- och nominalförsäkring

För att jämföra vissa egenskaper hos real- och nominalförsäkringar återges här ett enkelt räkneexempel. Vi antar att det finns två försäkringsformer, den ena helt nominal (N-försäkring), den andra helt real (R-försäkring). I realförsäkringen är både försäkringsbelopp och premier avtalade i reala enheter, dvs. utan begränsningar reglerade med prisindex. I beräkningarna renodlas sparmomentet och bortses helt från riskersättningar, förvaltningskostnader o. d. Det är alltså fråga om en förräntningskalkyl för ett kontraktuellt sparande med årliga inbetalningar, baserade på en minimiräntegaranti och fixerad kontraktsperiod. Försäkringstiden antas vara 40 år och det avtalade försäkringsbeloppet 10 000 kronor resp. realer.

Vid N-försäkring baseras premiekalkylen på ett förräntningsåtagande av 3 %. Årspremien blir då 130 kronor. Om vi utgår från att ränteantagandet vid R-försäkring dels inte kan vara *högre* än ränteantagandet vid N-försäkring dels inte kan sättas *lägre* än 0 %, erhålles följande alternativ för premien inom R-försäkring:

Ränteantagande	0 %	1 %	2 %	3 %
Premie i kronor första året	250	200	160	130

Om penningvärdet blir oförändrat och båda försäkringsformerna erhåller samma faktiska förräntning som ränteantagandet, kommer vid avtalsperiodens slut det utfallande försäkringsbeloppet att vara detsamma för både N- och R-försäkring, dvs. 10 000 kronor.

Två faktorer kan påverka det utfallande försäkringsbeloppets storlek: premiemedlens faktiska avkastning och prisstegringen. Om premien 130 kr/år vid N-försäkring kan placeras till en effektiv nominal nettoavkastning av 5 i stället för 3 %, blir försäkringsbeloppet ca 16 000 kronor när det utfaller år 40. Det kan också uttryckas så, att placeringarna därmed ger en överränta, som bevarar försäkringsbeloppets realvärde oförändrat (dvs. får det att motsvara 10 000 köpkraftsenheter) vid en årlig inflation upp till ca 1,2 %. Vid en indexreglering av premierna skulle nominalräntan 5 % ha varit tillräcklig för att kompensera försäkringstagaren för en årlig genomsnittlig inflation av ca 2 %.

En förutsättning för dessa och nedanstående resonemang är att försäkringstagarna inte anser sig ha anledning räkna med att premiereserven för N-försäkring i större utsträckning placeras i indexlån och vice versa. På samma sätt kan givetvis den faktiska avkastningen vid R-försäkringen komma att överstiga den i premiegrunderna antagna. Om den reala överräntan vid R-försäkring är 2 %, kommer det utfallande försäkringsbeloppet att även här uppgå till 16 000 kronor *men i första årets penningvärde.* (Det betyder således att realräntan vid t. ex. ränteantagandet 0 % faktiskt uppgått till 2 % osv.)

För de personer, som i sina kalkyler inte räknar med överränta och återbäring *eller* utgår från att den nominala överräntan blir lika stor som den reala, skulle valsituationen kunna beskrivas på följande sätt. Antag att valet gäller en realförsäkring med (den reala) årspremien 250 kronor (dvs. räntegarantin 0 %) och en nominalförsäkring med (den nominala) årspremien 130 kronor. Den iögonenfallande skillnaden mellan årspremien för de två försäkringsformerna — som dessutom måste öka med tiden och penningvärdeförsämringen —

gör följande resonemang värt att beakta. Om den initiala årspremien för R-försäkringen i stället användes till att köpa N-försäkring skulle den räcka till ett garanterat försäkringsbelopp av 19 000 kronor. I sådant fall kan en vinst på 9 000 kronor göras i förhållande till om en R-försäkring tagits. Det intervall, inom vilket sådana operationer kan vara lönsamma, är dock förhållandevis litet. Om försäkringsbeloppet år 40 är 19 000 kronor motsvarar det 10 000 kronor i första årets penningvärde vid en genomsnittlig prisstegring/år av högst ca 1,6 %. Med nominalräntan 3 % på N-försäkring och realräntan 0 % på R-försäkring finns det således all anledning för den som faktiskt vill uppnå försäkringsbeloppet 10 000 realer att köpa R-försäkring.

Samtidigt varierar givetvis det årliga sparandet via premierna kraftigt mellan de två försäkringsformerna, vilket utgör en väsentlig förklaringsgrund till det dåliga resultatet ur värdesäkringssynpunkt vid N-försäkring. Vid en genomsnittlig årlig prisstegring av 3 % kommer således den totala premiesumman att vid R-försäkring uppgå till närmare 20 000 kronor[1] (med en genomsnittspremie av ca 475 kronor), medan premiesumman vid N-försäkring endast blir 10 000 kronor. Valet av försäkringsform blir samtidigt tack vare indexregleringen av premierna vid R-försäkring ett ställningstagande till omfattningen av det sparande, som man på detta sätt vill prestera i framtiden. Man bestämmer sig med andra ord för huruvida sparplanen skall påverkas av penningvärdeförsämringen eller ej.

3.4 Skattefrågor

De skattemässiga problem, som är förknippade med indexlån, har blivit föremål för en ingående behandling i avdelning II. I detta kapitel skall endast sammanfattas några synpunkter, som direkt sammanhänger med försäkringsbolagens beskattning. Inledningsvis bör påpekas att de principiella skattereglerna är väsentligt olika för kapital- resp. pensionsförsäkringar.

Bortsett från de allmänna avdrag, som tillåtes för försäkringsavgifter, är avgifter avseende kapitalförsäkringar ej avdragsgilla vid försäkringstagarnas beskattning. Å andra sidan är ej heller utfallna kapitalförsäkringsbelopp skattepliktig inkomst. Kapitalinkomstbeskattningen sker genom en beskattning av försäkringsbolagens kapitalinkomster och realisationsvinster, för de senare oberoende av placeringarnas varaktighet. Skattesatsen är proportionell och uppgår i allmänhet till något över 20 %, beroende på kommunalskattesatsen. Försäkringsbolagen får dock från den totala kapitalintäkten avdra ett belopp på 5 kronor per försäkringstagare vid beräkning av den skattepliktiga inkomsten. Dessutom föreligger möjlighet att genom en nedskrivning av värdet av tillgångar i värdepapper, fastigheter etc. uppnå en förskjutning i tiden av skattens erläggande.

För pensionsförsäkringar gäller däremot att premierna är avdragsgilla men att hela det utbetalade pensionsbeloppet beskattas. Man skiljer således ej vid denna beskattning mellan vad som kan betraktas som en uppskjuten inkomst och vad som är en kapitalinkomst från pensionsfonden. Framställningen inskränkes till de problem, som möter vid placeringar i indexlån beskattade enligt nominalistiska principer (s. k. A-lån). I kap. 9 diskuteras en real beskattning av indexlån. Enligt de slutsatser, som där framlägges, måste man dock anta, att förekomsten av realt beskattade indexlån (s. k. B-lån) blir ringa och

[1] I reala termer utgör — vid förräntningen 0 % — premiesumman 10 000 enheter.

t. o. m. måste av statsmakterna starkt begränsas, så länge som beskattningen av kapitalinkomster och kapitalutgifter i allmänhet sker enligt nominalistiska principer. Analysen i kap. 7 av räntebildningen vid samtidig förekomst av penninglån, A-lån och B-lån visar för övrigt att realt beskattade indexlån ur avkastningssynpunkt antagligen skulle te sig långt mindre förmånliga för försäkringsbolagen, i synnerhet vid pensionsförsäkring, än nominalt beskattade låneformer.

En tillämpning av den nominalistiska beskattningsprincipen för kapitalförsäkringar innebär en i stort sett oförändrad beskattning jämfört med dagens situation. Försäkringsbolagens inkomster från kapitalplaceringar beskattas med samma räntesats, oavsett om dessa härrör från räntor, indextillägg eller realisationsvinster. Genom att den för kapitalförsäkringar tillämpade skattesatsen är förhållandevis låg, uppnås trots den nominalistiska beskattningen en betydande grad av värdesäkring. Då den räntedifferens mellan penninglån och indexlån, som kan uppstå i marknaden, ej påverkas av skattesatserna, kan försäkringsbolagens placeringar och val mellan de båda låneformerna direkt bestämmas av reala avkastningskrav och prisnivåförväntningar.

Det måste dock framhållas att beskattning av indextilläggen förhindrar försäkringsbolagen att ge kapitalförsäkringar en hundraprocentig värdesäkringsgaranti. Med en skattesats mellan 20 och 25 % kan kapitalförsäkringar med värdesäkringsgaranti endast upp till 75—80 % av prisnivåförändringarna ges. Den nominalistiska beskattningsprincipens innebörd framgår i detta fall sällsynt klart, då skattesatsen direkt påverkar värdesäkringsklausulens utformning.

Situationen kan sammanfattas så, att ur skattemässiga synpunkter behandlas alla kapitalförsäkringsfonder lika, oavsett om dessa är placerade i indexlån, penninglån eller bådadera. En nominalförsäkring med försäkringsfonden placerad uteslutande i indexlån ger samma värdesäkring som en realt konstruerad försäkring (med fondplaceringar i indexlån).

Ej heller för pensionsförsäkringarnas skattemässiga behandling synes en nominalistisk beskattning innebära några allvarliga tekniska svårigheter. Då pensionsförsäkringsfondernas inkomster inte beskattas, är det möjligt att utforma pensionsförsäkringar med en fullständig värdesäkringsgaranti. Den grad av värdesäkring, som den enskilde pensionstagaren uppnår efter skatt, blir helt beroende av den för individen aktuella skattesatsen.

4. Indexreglerad in- och utlåning i bankerna

En väsentlig del av hushållens finansiella tillgångar utgöres av banktillgodohavanden. Det är dock endast en begränsad del av bankinlåningen i dess nuvarande form, som kan bli föremål för indexreglering, främst med hänsyn till de bindningstider som av praktiska skäl måste krävas från bankernas sida för medel på indexreglerade konton. Bankernas inlåning härrör dessutom i betydande utsträckning från företag, fonder etc.

Den skälighetsprincip, som ger försäkringsbolagen möjligheter att ge försäkringstagarna åtminstone en begränsad värdesäkerhet utan att försäkringarna behöver innehålla ett realt åtagande, saknar motsvarighet på banksidan. Bankens-låntagarens förpliktelser är i detta avseende begränsade till att utbetala den för inlåningsformen fastställda räntesatsen. Enda möjligheten att ge

långivarna värdesäkerhet är således att introducera indexreglerade insättningskonton.

4.1 Värdesäkra sparkonton

Banksparandet är till sin formella karaktär övervägande kortfristigt. En stor del av hushållens, företagens och olika fonders medel i bankerna är höglikvida 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 väsentliga delar av tillgångarna på olika sparräkningar, kortfristiga kapitalräkningar samt kapital-, spar- eller kapitalsamlingsräkningar betraktas som så likvida placeringsformer att indexreglering är mindre lämplig.

Å andra sidan erbjuder den svenska kreditmarknaden begränsade möjligheter för placerare med relativt långsiktiga placeringsbehov och önskemål om mer likvida placeringsformer än försäkringssparande men med aversion mot de kursrisker, som är förknippade med obligationsinnehav och i ännu högre grad med aktieplaceringar. Man kan här säga att det finns ett tomrum i en likviditetsskala mellan de förhållandevis mycket likvida bankkontona och obligationer, som i allmänhet är förenade med kursrisker. Dessutom har marknadsförda obligationer ofta stora valörer och ger därmed små möjligheter till lämpliga portföljsammansättningar för mindre placerare. Mot bakgrund av dessa resonemang är det troligt att en betydande del av tillgångar placerade på kapitalsamlingsräkning och (från 1962) under längre tid bundna kapitalräkningar utgöres av långsiktigt placerade medel, för vilka insättarna kan önska en mindre likvid placeringsform i utbyte mot högre avkastning *eller* en reduktion av de penningvärderisker som är förknippade med långsiktiga placeringar.

En indikation på benägenheten att överföra tillgångar till mindre likvida konton för att få en räntekompensation erhölls under våren 1962 när affärsbanker, sparbanker och jordbrukskassor (samt postbanken från juli 1962) införde bundna kapitalräkningar på 6 och 12 månader med ¼ % resp. ½ % högre ränta än tidigare räkningar. De överflyttningar av insättarmedel, som därvid ägde rum, har en viss relevans för diskussionen av indexreglering i bankerna. Benägenheten att övergå till mer räntabla men mindre likvida kapitalräkningar antyder dels hur stor del av bankernas inlåning, som är av mera långfristig natur, dels den hastighet med vilken ett sådant omplaceringsförlopp äger rum. Den senare frågan är viktig inte minst för de problem, som är förknippade med indexlåns introduktion.

I tabell 11:5 visas utvecklingen månad för månad av inlåningen på några olika kontoformer för affärsbankerna. För sparbanker och jordbrukskassor föreligger inga officiella uppgifter men förhållandena var likartade, ehuru omplaceringarna hade en mindre omfattning i dessa institut.

Man kan här i stort sett bortse från fluktuationerna i de korta kapitalräkningarna (2 och 4 månader), då dessa räkningar i första hand återspeglar kortsiktiga likviditetsförändringar, bl. a. sammanhängande med skatteterminerna. Belopp av begränsad storleksordning överfördes från dessa konton till de längre kapitalräkningarna. Vad som är särskilt anmärkningsvärt är den snabba expansionen av de nya kontoformerna. Det tyder på att många placerare före de bundna kapitalräkningarnas tillkomst hade en *icke optimal sammansättning* av sina tillgångar ur likviditets- och avkastningssynpunkt. Införandet av räkningar med ¼ resp. ½ procentenhets högre avkastning och till 6 resp. 12 månader förlängda uppsägningstider innebar för affärsbankernas del att till de nya kontona på några månader överfördes över 3 miljarder kr vid

Tabell 11:5. Fördelningen av affärsbankernas inlåning på olika kontoformer under 1962.

Ult. varje månad	Belopp i milj. kr.						
	1962 Jan.	Mars	Maj	Juli	Sept.	Nov.	1963 Jan.
Kapitalsamlingsräkning	9 330	8 230	7 855	7 852	7 838	7 894	8 026
Depositions- och kapitalräkning	4 583	6 017	6 278	6 758	6 988	7 271	8 114
Därav med en uppsägningstid av							
2 mån.	182	188	224	238	204	183	283
4 mån.	4 270	3 669	3 235	3 211	3 070	3 002	3 125
6 mån.	—	438	631	782	967	1 126	1 332
12 mån.	—	1 583	2 054	2 396	2 613	2 829	3 242
Sparkasseräkning	2 105	2 078	2 067	2 084	2 091	2 094	2 184
Summa	16 018			16 694			18 324

en i stort sett oförändrad total inlåning på dessa konton (juli 1962). Expansionen fortsatte under andra halvåret 1962. Depositions- och kapitalräkning var i januari 1963 den största inlåningsräkningen och på dessa två längsta konton hade sammanlagt influtit ca 4,5 miljarder kr, medan inlåningen totalt på de angivna kontoformerna ökat med ca 2,2 miljarder.

Erfarenheterna har varit likartade i övriga kreditinstitut. Inom sparbankerna räknar man med att ca 12 % av inlåningen, dvs. 2,2 miljarder kr, i slutet av 1962 insatts på 12 månaders räkning och några hundratal milj. på 6 månaders räkning. Under 1962 beräknas inlåningen totalt ha ökat med ca 1,3 miljarder. Även för sparbankernas del kom huvuddelen av omplaceringarna under ett tidigt skede. Jordbrukskassornas överföring har varit något mindre och för postbanken, som började med de nya kapitalräkningarna först efter 1 juli 1962, uppgick omplaceringarna till en väsentligt mindre andel av det totala inlåningsbeloppet. De två räkningarna uppgick i slutet av 1962 för postbankens del till mindre än ½ % av totala inlåningen.

Omplaceringarnas omfattning återspeglar delvis de olika kreditinstitutens struktur på insättarsidan. Det förefaller troligt att de stora placerarna i affärsbankerna reagerat kraftigast. Den obetydliga omplaceringen i postbanken kan tolkas med utgångspunkt dels från den relativt sena introduktionen av den nya räkningstypen dels från att postbankens inlåning fram till årsskiftet 1962/63 begränsades till 30 000 kr per konto.

Sammanfattningsvis kan således effekten av introduktionen av konton med längre uppsägningstid och högre räntesats under 1962 sägas ha blivit en omplacering mellan olika kontoformer av storleksordningen 4 miljarder kronor och med huvuddelen av omplaceringarna förlagda till de första månaderna efter de nya kontoformernas introduktion. Dessa slutsatser är inte möjliga att direkt överföra till den situation som uppstår vid indexlåns introduktion. Man kan därvid förvänta ett långsammare förlopp, främst motiverat av den osäkerhet, som alltid vidlåder en ny kontraktsform.

Inom värdesäkringskommittén har två av dess experter närmare granskat bl. a. de tekniska möjligheterna att åstadkomma indexreglerade kontoformer. I sin utredning (bilaga 3 till betänkandet) har man stannat för räkningar bundna i minst 6 och högst 12 månader och med ett avdrag för uttag innan uppsägningstidens slut enligt samma villkor, som tillämpas för övrig inlåning. Insättarna bör ha möjlighet att med kreditinstitutet avtala om en förlängning av bindningstiden i tidsperioder om 12 månader i sammanlagt högst 5 år. Räkningar med värdesäkringsgaranti föreslås av experterna få

formen av depositionsbevis. Ett sådant system underlättar väsentligt kontroll- och beräkningsarbetet.

För att i viss mån begränsa verksamhetens omfattning såvitt avser indexdepositioner föreslår experterna vidare, att insättningen (behållningen) skall utgöra minst 1 000 kronor för att omfattas av värdesäkringsgarantin. Någon övre gräns annan än den som kan vara fastställd i gällande lagstiftning erfordras icke. I övrigt bör gränsdragningen beslutas av de olika instituten var för sig. Sålunda bör det ankomma på kreditinstituten att själva avgöra om insättningar i realkontraktets form skall mottas inte bara från privatpersoner utan även från företag, kommuner etc. För att underlätta det kontorstekniska arbetet förordar experterna, att garantin omfattar tillgodohavanden endast i jämna 100-tal kronor.

Värdesäkringsgarantin föreslås löpa från insättningsdagen med en årlig uppjustering av kapitalbeloppet. Experterna anser här att räntebeloppet ej bör bli föremål för justering, vilket för kontrakt med en bindningstid om ett år är av mindre betydelse, samt att räkningarna förses med ett nominalt »golv», så att insättarna vid ett lägre slutindex än begynnelseindex erhåller ett oförändrat nominalt kapitalbelopp. Frågan om innebörden av att »golv» tillämpas diskuteras i nästa avsnitt.

Beträffande vissa tekniska frågor anför experterna:

»Ett depositionsbevis skall utfärdas för varje insättning. Av depositionsbeviset skall framgå insättningens belopp, datum för insättningen, förfallodag, grundindex samt värdesäkringstal. På beviset skall vidare finnas plats för ränteberäkning, uttag samt notering av slutindex. Överlåtelse av depositionsbevis skall medges endast då det gäller exekution eller familjerättsliga fång. Vid uttag skall depositionsbeviset företes och anteckning om uttag ske på framträdande plats. Räntesatsen är den som instituten vid varje tillfälle tillkännager.

Belåning av depositionsbevis bör kunna ske endast då särskilda skäl talar därför. Man kan inte bortse från att depositionsbevisen kan komma att användas i spekulativt syfte som pant för nominallån. Om man önskar att försvåra dylik spekulation kan förslagsvis en sådan begränsning tillämpas såsom att pantsättning av depositionsbevis skall kunna ske endast hos institut som utfärdat beviset eller med dess medgivande.»

Den här skisserade inlåningsformen kan tillgodose i första hand hushållens, fonders och stiftelsers behov av värdesäkra placeringar utan kursrisker, eftersom en rörlig räntesats tillämpas. Prolongeringsmöjligheterna bidrar också till att räkningarna kan täcka intervall av avsevärd längd för placeringar. Dessutom ger kontona en avsevärd valfrihet beträffande placeringens storlek. Beträffande den tekniska utformningen gäller, att det inte torde vara nödvändigt att avkorta indexregleringstalet till heltal. För indextilläggens beräkning bör även tiondels procentenheter utan större besvär kunna användas. Däremot är det ur bankteknisk synpunkt rimligt att sätta en undre gräns för insättningar mot depositionsbevis. En sådan begränsning, med åtföljande reduktion av antalet bevis, kan eventuellt kompensera det ökade beräkningsarbete, som uppstår genom indexregleringen. Indexkonton bör, med den utformning som här skisserats, kunna betraktas som en bankteknisk gynnsam inlåningsform. Som den senare diskussionen om bankernas interna balansproblem visar, kan det finnas skäl att överväga införandet av flera indexreglerade kontoformer med olika uppsägningstider, eventuellt med bindningstider upp till 24 månader.

4.2 Indexreglerad utlåning

Det torde vara en nödvändig förutsätt-

ning för indexreglerad inlåning att bankerna även kan redovisa indexlån på tillgångssidan. Tänkbara indexreglerade tillgångar är i första hand placeringar i indexreglerade obligationer samt indexreglerad utlåning direkt till bostäder, kommuner och företag. Tabell 11:6 visar den rådande fördelningen mellan obligationer och utlåning till allmänheten.

Tabell 11:6. Bankernas tillgångar vid slutet av år 1961.

	Affärsbanker	Sparbanker	Postbanksrörelsen	Jordbrukskassor
Statspapper och obligationer	5 673	1 637	1 390	105
Utlåning	14 540	14 697	3 770	1 224

Av sammanställningen framgår, att affärsbankerna har en förhållandevis stor del av sina tillgångar i obligationer, huvudsakligen statsobligationer. Utlåningen till allmänheten har en kortfristig karaktär och fördelar sig med ca 3 200 milj. kr. på växlar, 6 900 milj. på lån och 4 300 milj. i checkräkning och olika kreditiv. Av den längre utlåningen är huvuddelen mot inteckningssäkerheter i bostadsfastigheter och affärs- eller industrifastigheter.

Jämfört med affärsbankerna uppvisar sparbankerna en väsentligt mindre placering i obligationer. Mer än hälften av utlåningen eller ca 10 miljarder utgör lån mot inteckning inom 60 % av taxeringsvärdet i fastigheter. Summeras all utlåning mot fastighetsinteckningar och inteckningar i tomträtter uppgår denna till ca 12,5 miljarder kronor. För postbankens del hänför sig huvuddelen av obligationsinnehavet till bostadsobligationer. Utlåningen är i övrigt jämnt fördelad på bostadslån och kommunlån. Jordbrukskassornas lån går främst till de lokala kassornas direkta utlåning samt till jordbruksorganisationer och kommuner.

En för resonemangen i följande kapitel väsentlig egenskap hos bankkreditmarknadens struktur bör redan här framhållas. Sparbankerna svarar i väsentligt större utsträckning än affärsbankerna för den långfristiga finansieringen av bostadsfastigheter. Även om exakta uppgifter saknas, intar bostadsfastigheterna en framträdande plats i sparbankernas omfattande utlåning mot säkerhet i fast egendom. Bostadsfinansieringen måste således antas dominera i de tillgångar på ca 11 miljarder kronor, som är utlåning mot säkerhet i annan fastighet än jordbruksfastighet. Därtill kommer krediter på nära 1,5 miljarder till kommunerna, vilka i stor utsträckning torde användas för finansieringen av bostadsfastigheter. I affärsbankerna är den totala kreditvolym, som i avsaknad av statistisk redovisning utgör potentiell bostadskreditgivning, högst 7 miljarder kronor. Det är sålunda den del av utlåningen som inte består av växlar, checkräkning och kreditiv av olika slag. I dessa 7 miljarder inrymmes även affärsbankernas högst betydande långfristiga utlåning till näringslivet. I ett följande avsnitt diskuteras balansproblemen orsakade av att indexlånens introduktion rubbar den rådande strukturen.

I en ekonomi med enbart nominala fordringar är balansproblemet för bankerna huvudsakligen att upprätthålla en struktur på utlåningssidan, som svarar mot fördelningen av inlåningskonton och andra tillgångar med olika uppsägningstider eller skilda grader av likviditet. Vid övergången till en dubbel kreditmarknad uppstår därutöver problemet att finna en balans mellan indexlån och penninglån. Balansproblemet får två aspekter: bankerna skall finna den fördelning av utlåningen mellan in-

dexlån och penninglån med olika likviditetsgrader som bäst svarar mot en given inlåning. Till detta kommer frågan i vilken grad inlåningens utseende i nämnda avseenden kan påverkas genom val av räntesatser och andra villkor.

Indexreglerade tillgångar i form av statsobligationer eller obligationer utfärdade av hypoteksinstitut, kommuner eller företag innebär inga särskilda problem. Konstruktionen av sådana obligationer har tidigare behandlats (kap. 3). Av särskilt intresse är däremot konstruktionen av indexreglerade banklån.

Beträffande denna senare fråga anför kommitténs experter: »Indexreglerade lån bör löpa på högst 6 månader eller med högst 6 månaders uppsägning. Utlåning mot realkontrakt bör ske i form av reverslån, antingen såsom lån på viss tid eller viss tids uppsägning. Däremot synes det av tekniska skäl mindre lämpligt att indexlån lägges upp i form av växlar och checkräkningskrediter. I fråga om växlar är det dock möjligt att i stället för indextillägg uttaga något slags kreditavgift, och i fråga om checkräkningskrediter torde det vara möjligt att göra en beräkning av medeltalet av dispositionerna under året och indexberäkna detta. Ett dylikt förfaringssätt synes oss dock inte böra komma till användning annat än undantagsvis.

Indextillägg skall beräknas per 12-månadersperiod, dvs. nytt grundindex skall användas för tiden efter varje 12-månadersperiod. Preliminärt indextillägg skall erläggas vid mellanliggande (ränte-)förfallodagar med slutavräkning vid den förfallodag som inträffar 12 månader efter lånets utbetalningsdag resp. senaste avräkningsdag. Vid amortering eller förtida inbetalning av lån skall indextillägg beräknas på basis av slutindex på inbetalningsdagen. Någon möjlighet synes icke föreligga att medge en generell kapitalisering av indextillägg. Behovet härav får dessutom bedömas som ringa med hänsyn till arten av den rörelse de här ifrågavarande instituten driver. Beträffande grundindex, slutindex, värdesäkringstal etc. skall för utlåning samma regler gälla som för inlåning. Lån mot realkontrakt skall icke kunna återbetalas med lägre belopp än det nominella beloppet.»

Det är angeläget att mot bakgrunden av expertutlåtandet behandla några principiella synpunkter på bankernas indexreglerade utlåning. Som tidigare har visats (se kap. 2 och 5) är indexlån huvudsakligen av värde för en långsiktig finansiering av företagskapital, bostäder och kommunala investeringar. Vid indexreglerad upplåning underlättas även en *rationell amortering*. Amorteringarna kan bättre följa den reala värdeminskningstakten än vad som är möjligt vid finansiering med penninglån. För långsiktig finansiering, exempelvis av bostäder, kan man därför räkna med att huvuddelen av indexlånen kommer att amorteras enligt en real amorteringsplan.

En rationell finansieringskalkyl förutsätter således att indexlånen konstrueras som amorteringslån och att indextilläggen kapitaliseras. Det är ur företagsekonomisk synpunkt svårt att motivera en årlig betalning av upplupna indextillägg. Det innebär i princip att inflationstakten får bestämma amorteringstakten. En väsentlig fördel med indexreglerad upplåning elimineras härigenom.

Vid långsiktig finansiering med indexlån kan det t. o. m. vara nödvändigt att indextilläggen kapitaliseras. Företagens, bostadsbyggandets och kommunernas intresse för långa indexlån med årlig betalning av indextillägg måste vara mycket begränsat, eftersom sådana lån kan innebära en allvarlig likviditetspåfrestning, även i förhållande till penninglån. Om möjlighet ges till kapitalisering av indextilläggen, medan lånen följer en fastställd real amorteringsplan, framgår klarare de positiva egenskaperna hos finansieringskalkyler baserade på indexlån.

Skall dessa synpunkter tillgodoses bör den indexreglerade utlåningen i bankerna ske i form av relativt lång-

siktiga lån med reala amorteringsplaner och kapitalisering av upplupna indextillägg. Sådana lån kan visserligen accentuera de interna balansproblemen för bankerna. Som senare skall visas föreligger dock möjligheter att avsevärt reducerade uppkommande problem.

4.3 Bankernas balansproblem

En genomgående förutsättning i den följande diskussionen är att bankerna på såväl inlånings- som utlåningssidan tillämpar rent nominala och rent reala kontrakt. Detta innebär att vi i detta sammanhang *inte* studerar den lösning, som har tillämpats i Finland. I huvudsak har den inneburit, att kostnaderna för inlåningens indextillägg bestridits med särskilda avgifter, som gällt all utlåning. Kontrakten på utlåningssidan har formellt varit nominala och tilläggsavgiftens storlek har berott inte bara på storleken av indexhöjningen utan också på fördelningen mellan nominal och real inlåning i det enskilda institutet resp. banksystemet samt den inträffade indexhöjningen. Alla låntagare i institut med indexreglerad inlåning har således ålagts denna indexavgift. Med ett sådant system är det också uppenbart att indexlån kan förefalla mindre attraktiva för låntagarna.

Balansproblemet blir med de förutsättningar som här gäller att finna en lämplig sammansättning av inlånings- och utlåningsidan. Detta gäller såväl med avseende på fördelningen mellan penning- och indexlån som mellan lån med olika löptider eller uppsägningsvillkor.

Det är därvid lämpligt att först studera problemen rörande balansen mellan indexlån och penninglån. Ett kreditinstitut vars indexreglerade utlåning är lika stor som den indexreglerade inlåningen löper inga risker för förluster (eller motsvarande vinster) vid icke förväntade prisnivåförändringar. För detta fall kommer indextilläggen från utlåningen att automatiskt täcka de indextillägg, som skall erläggas för inlåningen. Visserligen kan vissa likviditetsproblem uppstå om kontrakten på resp. sidor har väsentligt olika löptider, 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 föga troligt att dessa institut i någon större utsträckning kan spekulera i olika volym indexreglerade kontrakt på in- och utlåningssidan. Situationen är snarast den att de vinster, som kan göras, mer än väl motväges av de förluster som samtidigt är möjliga. Bankernas värdering är troligen på denna punkt asymmetrisk: de möjliga vinsterna uppskattas inte särskilt starkt i jämförelse med den negativa värderingen av spekulationsförluster, vilkas konsekvenser kan vara mycket allvarliga.

Det är rimligt att utgå från att även uppfattningen om framtida penningvärdeförändringar är asymmetrisk: utsikterna för kraftiga prisstegringar bedömes vara större än chanserna för prisstabilitet eller sjunkande prisnivå. Detta innebär för det fall att den indexreglerade utlåningen är större än inlåningen att relativt små förluster kan göras, medan möjliga vinster är av större ordning. Om inlåningen är störst måste däremot möjligheterna till enstaka men stor förluster vägas mot möjligheterna till begränsade vinster. Situationen är således den att bankerna vill undvika en indexreglerad inlåning som är större än utlåningen men kan acceptera en något större indexreglerad utlåning.

Det är dock föga troligt att en balans mellan penninglån och indexlån kan

uppnås med en oförändrad sammansättning av bankernas utlåningssida (jämfört med dagens situation). Det är inte möjligt att uppskatta hur stor del av inlåningen som kan förväntas bli överflyttad till indexreglerade konton. För det första kan indexlånens introduktion medföra ett ökat totalt kreditutbud, vilket svarar mot en minskning av konsumtionsefterfrågan. En tendens att acceptera längre bindningstider bör dessutom uppstå. Vidare är det troligt att förändringar också sker i fördelningen mellan olika kreditinstitut, allt beroende på i vilken grad och med vilka villkor indexreglerade konton introduceras.

Förutsägelser om omfattningen av indexlån på utlåningssidan är förenade med ännu större osäkerhet. Den betingas framför allt av att politiska beslut avseende bostadsbyggandets och kommunernas finansiering helt kan avgöra dessa sektorers inställning till indexlån (se kap. 5 och 10).

På kort sikt bör man dock kunna räkna med en betydligt större rörlighet på bankernas inlåningssida än på utlåningsidan. Den tidigare beskrivningen av händelseförloppet vid de långfristiga kapitalräkningarnas introduktion visar att omflyttningarna kan bli betydande. Visserligen kan en stor räntedifferens stimulera lånekunderna att övergå till indexlån, men de formella uppsägningstiderna är här i allmänhet längre. Bankerna står således vid indexlånens introduktion inför problemet med tendenser till en större inlåning på indexkonton än motsvarande utlåning; den situation som ovan har betecknats som den minst önskvärda.

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 mot indexklausul och stimulera låntagarna till upplåning i indexlån. Allteftersom 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 och bromsa konverteringen på utlåningssidan. 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 och att i inledningsskedet affärsbankernas insättare sålunda reagerar snabbast. 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 att strukturen på utlåningssidan förändras, exempelvis så att affärsbankerna i det anförda exemplet övertar indexreglerade bostadsobligationer, medan sparbankerna köper en större mängd nominala fordringar.

Problemet kan också formuleras så att det inte är givet att dagens struktur på kreditmarknaden kan upprätthållas, när hänsyn skall tas inte bara till löptider, säkerhetskrav, riskegenskaper etc. hos lånen utan även till de olika kreditmarknadssubjektens intresse för värdesäkra kontrakt. Den ovan antydda lösningen är, samtidigt som den förändrar utlåningsstrukturen mellan affärsbanker och sparbanker, ett slags clearingsystem.

Det är också tänkbart att införa ett mera regelrätt system för överföring

mellan banksystem och enskilda banker av inlåningsmedel, som måste placeras i indexlån resp. penninglån. En typ av sådan clearing diskuteras i den tidigare citerade expertpromemorian. Där föreslås samarbete med obligationsemitterande institut av typen Industrikredit, Kommunkredit m. fl. Dessa institut skulle sälja indexobligationer till bankerna och låna ut motsvarande medel mot indexklausul.

Behovet av att utjämna balansrubbningar mellan enskilda banker och banksystem torde komma att accentueras om *staten* genom olika politiska beslut eller genom sin aktivitet på indexlånemarknaden framkallar en snabb övergång till indexlån såväl för egen del som för framför allt bostadsfinansiering och kommunernas upplåning. I sådant fall kan det bli nödvändigt att neutralisera balansrubbningarna med penningpolitiska medel.

Ett sätt är att låta centralbanken fungera som mellanhand: i den omfattning som nödvändiggörs 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 utlåningssidornas kontraktsenheter 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 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 kap. 13.3).

Ett annat alternativ för bankernas politik i inledningsskedet är att direkt ransonera den indexreglerade inlåningen i syfte att undvika att den blir större än den indexreglerade utlåningen. Det betyder att inköpsrätten av de indexreglerade depositionsbevisen begränsas kraftigare än vad gällande lagstiftning skulle föranleda och eventuellt också inskränkes till vissa kategorier av köpare, t. ex. fysiska personer, medan företag och andra juridiska personer utestänges. I längden kan dock ransoneringen knappast ersätta en rörlig räntepolitik vid balansrubbningar av olika slag, om indexklausuler får större omfattning på kreditmarknaden. Ransonering av indexlån som ett medel att underlätta inledningsskedets anpassning till den nya låneformen diskuteras i kap. 13.6.

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 det-

ta bidrar till en långsammare omplacering. Motsvarande operationer kan också göras på utlåningssidan. I en mer stabiliserad marknad är det möjligt att minska uppsägningstiderna och göra indexlåneräkningarna mer likvida eller minska den räntedifferens, som kan föreligga mellan olika långa räkningar.

Det långsiktiga balansproblemet för bankerna är att hålla en ekvivalent mängd indexlån på in- och utlåningssidan vid olika störningar. För att upprätthålla balansen exempelvis vid ökade inflationsförväntningar är det nödvändigt att justera åtminstone en av räntesatserna. Ökade inflationsförväntningar ger vid en oförändrad räntedifferens en tendens till ökad inlåning på indexräkningar och minskad utlåning. Detta kan undvikas genom att gapet mellan de två räntesatserna vidgas.

Under vissa förutsättningar kan en uttalad tendens till instabilitet i de båda kontraktsformernas omfattning uppstå. För det första torde — trots försök till åtgärder i begränsande syfte — en viss spekulation i den kortsiktiga indexutvecklingen kunna bedrivas. För det andra kan, såsom närmare diskuteras i kap. 13.6, förväntningarna i detta avseende ha benägenhet att förändras ganska snabbt och med tätare intervall än förväntningarna rörande prisnivåutvecklingen på längre sikt.

I den mån de ändrade förväntningarna avser penningvärdeutvecklingen på kort sikt, dvs. de närmaste ett eller två åren, borde dock effekten bli störst på inlåningssidans fördelning mellan de två kontraktsformerna. Bankernas utlåning måste sålunda i än högre grad än inlåningen antas avse kontrakt med relativt lång löptid. Instabiliteten i förväntningarna bör därför vara mindre på utlåningssidan. I och med att en överströmning av medel från penning- till indexkonton på inlåningssidan inte behöver åtföljas av en motriktad tendens på utlåningssidan, skulle en önskad grad av balans mellan indexreglerad in- och utlåning kunna åstadkommas utan alltför stora förändringar av räntedifferensen.

Styrkan av den spekulativa tendens, som väntas uppträda främst i bankernas inlåning, torde vara svår att förutsäga, och därmed också omfattningen av den problematik som här skisserats. Det är sålunda tänkbart, att förskjutningarna mellan de två slagen av kontrakt blir av så liten omfattning (dvs. endast gäller i förväntningsavseende marginella långivare och låntagare), att de ur räntabilitets- och risksynpunkt blir negligibla. Troligt är också, att problemets betydelse kommer att variera avsevärt mellan olika banker, beroende i första hand på indexkontraktens omfattning i förhållande till bankens totala omslutning. Vidare är det troligt, att bankerna kan i viss utsträckning neutralisera förskjutningar i sin balans av reala fordringar och skulder genom lämpliga förändringar i sin värdepappersportfölj, vilken ganska naturligt kommer att bilda en buffert mellan in- och utlåningssidan i detta avseende. De krav på en rörligare räntestruktur i bankerna, som indexlåns införande trots allt kan komma leda till, diskuteras i kap. 13.3.

Det bör slutligen erinras om att det på längre sikt kan uppstå en tendens till en uppdelning av kreditmarknaden i en lång marknad, som domineras av indexreglerade placeringar och lån samt en kort marknad för likvida insättningar och kortare lån med huvuddelen av omslutning i penninglån. (Se kap. 13.) En sådan uppdelning kan få konsekvenser för hela kreditmarknadsstrukturen och uppdelningen mellan olika kreditinstitut.

KAPITEL 12

En privat indexlånemarknad

Inledning

Undersökningens inriktning och allmänna förutsättningar

Det alternativ för statens handlande i indexlånefrågan, som innebär att statsmakterna begränsar sina insatser till att skapa de tekniskt-legala förutsättningarna för indexreglerade kontrakt, måste rimligen ha som utgångspunkt att nackdelarna med direkta statliga operationer på indexlånemarknaden befunnits vara så stora, att man — trots en positiv värdering av indexlånens egenskaper — inte är beredd att beträda den vägen.

Av de olika motiv, som kan ligga bakom en dylik inställning, skall här endast nämnas ett, vilket i debatten kring indexlånen tillmätts en viss betydelse. Det har sin utgångspunkt i föreställningen, att staten, om den via emissioner eller annorledes ingriper i indexlånemarknadens prisbildning, måste ta ansvaret för både penning- och indexlåneräntan. När penningpolitiken på detta sätt fastlagt räntedifferensen undgår staten inte att deklarera sin uppfattning om den framtida prisnivåförändringen. Understiger därvid indexlåneräntan penninglånens ränta har en »officiell» inflationsförväntan ådagalagts. I en något förgrovad form återfinnes argumentet i tesen, att staten över huvud bör undvika att ta befattning med indexlån för att inte ådra sig misstanken, att den ekonomiska politiken givit upp »kampen för penningvärdet». Innebörden av dessa argument för en statens passivitet i indexlånefrågan har tidigare diskuterats. Se kap. 4.1.1 samt 10.5.

Den följande undersökningen kan i stor utsträckning ses som ett prognosförsök: vilka möjligheter har en indexlånemarknad att »spontant» uppstå, hur kommer den att fungera och utvecklas? Men en sådan undersökning bör också ge underlag för en bedömning av i vilken utsträckning de till indexlånetanken knutna syftena kan uppnås. Om åtgärder för att i formell mening möjliggöra indexreglerade kontrakt karaktäriseras som ett statens »minimiprogram» i indexlånefrågan, bör resultaten av detta program jämföras med vad som kan uppnås genom direkta statliga insatser på en indexlånemarknad, där indexlån blir ett reguljärt inslag i marknadsoperationer och kreditpolitik.

I det föregående (särskilt kap. 2 och 3) har frågan upprepade gånger ställts, vilken typ av värdelån som kan tänkas vara bäst ägnad att undanröja konsekvenserna av osäkerheten om penningvärdets framtida utveckling. Dessa utredningar har givit vid handen, att såvitt gäller långivarna-spararna reallån med i möjligaste mån obegränsade indexklausuler bäst tillgodoser de uppställda kraven. För låntagarna-företagen skulle däremot värdelån av mera speciellt slag, där värdeklausulen närmare anslöt till företagets resultatutveckling, i vissa fall vara att föredra. Olika tekniska svårigheter samt den låga attraktionskraft lån med specialindex skulle ha för placerarnas del — i förhållande till både reallån och penninglån — gör dock att utsikterna för uppkomsten av dylika lån inte förefal-

ler särskilt stora. Den enda typ av värdelån, som skulle kunna bli ett konkurrenskraftigt inslag på kapitalmarknaden och då närmast som ett substitut för aktier, förefaller vara s. k. vinstandelslån.

Mot den bakgrunden har huvudintresset ägnats uppkomst- och utvecklingsmöjligheterna för en marknad av indexlån, vars värdeklausul baseras på en allmän konsumtionsprisindex, dvs. reallån. Huruvida denna klausul är försedd med begränsningar eller ej torde för de följande resonemangen ha mindre betydelse. För enkelhetens skull antas dock att det är fråga om obegränsade reallån.

Ett av de krav som kan ställas på statens åtgärder i syfte att möjliggöra indexlån är, att de i största möjliga utsträckning skall skapa samma förutsättningar för indexlån som för penninglån. Någon effekt av dessa åtgärder, som systematiskt gynnar den ena låneformen på den andras bekostnad, bör sålunda inte få förekomma. Däremot kan förutsättningarna inte i alla avseenden utformas så, att de blir desamma för *alla* former av värdelån, oberoende av kontraktsenhet. Särskilt de reformer av inteckningsrätten, som diskuterats i kap. 6, måste inriktas på *en* indexlåneform, och då antagligen reallån. Vissa av de med indexlån förenade skattefrågorna och deras lösning innebär också att reallån kan komma att framstå som den mest lätthanterliga låneformen.

Det bör dock framhållas, att även om de tekniska förutsättningarna genomgående pekar på ett fåtal regleringsindex som praktiskt användbara, är detta dock inte detsamma som en *prognos* för den kommande utvecklingen. Enbart oklara eller t. o. m. ogynnsamma förutsättningar för vissa typer av värdelån behöver inte omöjliggöra en stor variation i kontraktsenheterna om de marknadsmässiga förutsättningarna existerar. När denna undersökning inriktats på frågan om reallån kan uppkomma, har det skett med utgångspunkt från att det största intresset anknytes till denna lånetyp. Samtidigt får givetvis prognosen ett inslag av program: i valet av förutsättningar har inlagts en värdering av de kontraktsformer vid sidan av penninglån, vilkas existens förefaller mera värdefull än andras.

Den kreditpolitiska situationen

Om det kan antas, att enbart den omständigheten att vissa statliga åtgärder möjliggjort indexreglerade låneavtal inte är ett tillräckligt villkor för uppkomsten av indexlån, måste incitamentet till en indexlånemarknad sökas i dess »marknadsmässiga» förutsättningar. Enklast skulle dessa förutsättningar kunna karaktäriseras med en situation, där både låntagare och långivare finner det med sin fördel förenligt att ersätta åtminstone en del av penninglånen med indexlån. Att utröna under vilka förutsättningar en sådan situation uppstår blir en av huvuduppgifterna i den följande framställningen.

Hur principen om »ömsesidig fördel» av indexlån kommer att fungera beror bl. a. av den kreditpolitiska situation, som råder. I en kreditmarknad utsatt för ransonering och andra statliga ingripanden av regleringskaraktär kan således tvångsmoment av olika slag förekomma för både långivare och låntagare, som ger valsituationen delvis andra förutsättningar än dem som normalt inlägges i begreppet ömsesidig fördel. En av de omständigheter, som kommer att påverka prognosen för en indexlånemarknad utan statliga operationer, är därför huruvida någon form av kreditransonering förekommer eller ej.

För att renodla problematiken sker den följande framställningen i två avsnitt, som behandlar dels en kreditmarknad i jämvikt, dels en reglerad marknad. Jämviktsmarknaden antas vara karaktäriserad av att ingen statlig kreditransonering förekommer och att den rådande räntenivån motsvarar »jämviktsräntan» för utbud och efterfrågan på kredit.

När det gäller utformningen av den reglerade kreditmarknadens förutsättningar föreligger vissa svårigheter att uppnå både en tillräcklig grad av realism och önskvärd entydighet i formuleringen av mål och medel. Målen för en kreditmarknadsreglering behöver inte vara särskilt stabila genom tiden, eftersom de i viss utsträckning beror av det i varje situation rådande samhällsekonomiska och politiska klimatet. Detsamma gäller i viss utsträckning även de medel, varmed politiken realiseras. Samtidigt kan det erbjuda vissa svårigheter att precisera dessa medels innehåll i ett läge, då nya institutionella och politiska förutsättningar uppstår. För att i möjligaste mån undgå att alltför hårt binda framställningen till en tillfällig kreditpolitisk situation, om vars bestånd föga kan sägas, har diskussionen av den reglerade kreditmarknaden utförts på ett sådant sätt, att den tar sikte på vissa grundläggande egenskaper. Därvid har ransoneringsmomentet starkt betonats i syfte att renodla den problematik som följer av en sådan politik. Bilden av den reglerade marknaden har kompletterats med ett betydande inslag av kreditprioritering, baserad på vissa målsättningar rörande investeringsfördelningens utseende, varvid den hittills förda svenska bostadspolitiken tagits som förebild.

De i vissa avseenden vitt åtskilda förutsättningar, som valts för att beskriva de två marknadssituationerna, torde överdriva de skillnader, som i verkligheten råder mellan dem. Framför allt reduceras skillnaderna om hänsyn tas till de stora kreditmarknadsinstitutens dominans på marknaden. De utgör ett väsentligt avsteg från jämviktsmarknadens förutsättning om fri konkurrens mellan ett stort antal köpare och säljare av fordringar. Även i en jämviktsmarknad måste man därför anta att en »normal» kreditransonering tillämpas av kreditinstituten på så sätt, att man avvisar låntagare som är beredda att betala den begärda räntan men som av andra anledningar, t. ex. säkerhetsskäl, inte av instituten betraktas som goda kreditobjekt.

1. Prisbildningsprocessen och marknadens utveckling, en teoretisk modell

Undersökningen inleds med ett försök att beskriva indexlånemarknadens funktionssätt i en starkt förenklad teoretisk modell för efterfrågan och utbud på privata fordringar. Syftet är främst att ge en bild av de huvudargument, som avgör prisbildningsprocessens förlopp och marknadens utvecklingsmöjligheter, när man bortser från institutionella trögheter av teknisk eller psykologisk art. Genomgående förutsättningar är således att olika institutionella hinder för indexlån undanröjts och att de på kreditmarknaden agerande subjekten beter sig någorlunda rationellt.

Utgångspunkten för undersökningen i detta avsnitt är en kreditmarknad i jämvikt och med fri prisbildning på marknaden för privata fordringar. Analysen avser att utgöra det teoretiska underlaget för en mera institutionellt inriktad diskussion av den privata indexlånemarknadens utvecklingsmöjligheter i avsnitt 2 och 3. Även diskussionen i kap. 13 av penningpolitiken i en dub-

bel kreditmarknad kommer i stor utsträckning att baseras på den följande framställningen.

1.1 Riskattityder och förväntningar

Den grundläggande egenskap, som åtskiljer penning- och indexlån, är att man med indexlån kan minska osäkerheten 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 realt säkra kontrakt i en värld med penningvärdeosäkerhet 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.

I renodlad form gäller resonemanget endast under förutsättningen, att indexreglerade låneavtal kan slutas för alla slags kredittransaktioner, således även de mest kortsiktiga. Kan detta inte ske, avbrytes övergången till indexlån på den punkt, där behovet av likvida tillgångar resp. kortfristig skuldsättning värderas starkare än skyddet mot penningvärderisker.

Om den beskrivna processen inte kommer till stånd eller avstannar i ett tidigare skede, måste det ha följande orsaker, var för sig eller i förening: 1) De institutionella, dvs. i första hand legala förutsättningarna för uppkomsten av indexlån är ej uppfyllda. (Här antas att dessa förutsättningar existerar.) 2) Vissa subjekt betraktar realt säkra tillgångar eller skulder såsom en icke önskvärd konsekvens av indexlån och föredrar således penninglån ur risksynpunkt. 3) De ekonomiska subjekten har sinsemellan olika uppfattningar om den framtida prisnivåutvecklingen; det råder med andra ord en interpersonell spridning av prisnivåförväntningarna.

Riskfaktorn

I tidigare avsnitt, särskilt kap. 2 och 5, har försök gjorts att klarlägga de villkor, varunder olika subjekt utbildar sina attityder gentemot indexlåns och penninglåns inbördes riskegenskaper. När det gäller *hushållen*, förefaller det rimligt att anta, att de betraktar realt säkra tillgångar och skulder som en riskreduktion. Slutsatserna beträffande reaktionsmönstret hos *företagen* såsom innehavare av realkapital och låntagare är mindre entydiga, när det gäller penning- och indexlåns inbördes riskegenskaper.

Såsom framhölls i kap. 2 bör normalt vinstutveckling och prisutveckling förete ett positivt samband. Å andra sidan kan det finnas en rad branscher, där detta samband är i hög grad osäkert eller t. o. m. negativt — t. ex. för företag med försäljning på utländska marknader. En omständighet, som särskilt bör beaktas, är att upplåning mot indexlån kan medföra en risk för mycket stora förluster under vissa, i och för sig extrema förutsättningar (medan penninglån skulle reducera risken för detta slags förluster). I och med att det således kan finnas låntagare, som upplever realt säkra skulder såsom en större risk, uppstår ett utrymme för penninglåneavtal resp. ett motstånd mot utbyte av nominala skulder mot indexlån. Detta gäller särskilt om hushållen-långivarna tillmäter den reducerade osäkerheten vid indexlån endast ett mindre

värde ur välfärdssynpunkt, t. ex. därför att deras aversion mot risktagande i vissa finansiella transaktioner — måhända betydelselösa för hushållets totala välfärd — är ringa eller emedan föga osäkerhet råder om den framtida penningvärdeutvecklingen.

Det i sammanhanget avgörande är dock, att det inte är möjligt att förutse graden av riskaversion och arten av de förväntningskomplex, som kommer att avgöra de olika subjektens reaktioner inför indexlån. De följande resonemangen måste därför utföras under alternativa hypoteser, varmed de ekonomiska subjektens handlande kan förklaras och varur olika utvecklingsalternativ för indexlånemarknaden kan härledas. Det sker i form av antaganden om den allmänna attityden till indexlåns riskegenskaper hos de två kategorier, som här kallas långivare resp. låntagare. Med långivare avses då i första hand hushållen såsom den stora gruppen med fordringsöverskott, med låntagare företag, vars gemensamma karaktäristika är ett skuldöverskott gentemot övriga sektorer.

Prisnivåförväntningarna

I och med att osäkerhet råder om den framtida prisutvecklingen finns det också anledning anta, att allmänhetens förväntningar rörande denna utveckling inte är identiska och att det med andra ord finns individuella variationer i såväl graden av osäkerhet som storleken av de individuellt förväntade prisnivåförändringarna under en given period.

Graden av individuell penningvärdeosäkerhet har tidigare (kap. 2.1.2) definierats som spridningen — i en sannolikhetsfördelning — av de utfall för penningvärdeutvecklingen, som en viss individ uppfattar såsom sannolika. Storleken av hans prisnivåförväntningar beror på var tyngdpunkten i förväntningarna ligger, dvs. vilket eller vilka utfall som betraktas som mest troliga, samt även på den vikt som tillmätes möjliga avvikelser från det mest sannolika värdet. Två individer, som har samma aversion mot risktagande, kan därvid tillmäta indexlån olika värde i förhållande till penninglån beroende på att den ene är mera osäker om den framtida penningvärdeutvecklingen än den andre — varigenom den vid indexlån möjliga riskreduktionen blir större — och/eller att det av dem förväntade utfallet för prisnivåns förändringar har olika utseende.

Längre än till den allmänna hypotesen, att de individuella förväntningsattityderna bör kunna ha ett sinsemellan avvikande utseende (och att efterfrågan på indexlån bör öka med stigande penningvärdeosäkerhet och ökande inflationsförväntningar) kan man knappast komma utan kompletterande hypoteser. I praktiken blir det för övrigt inte möjligt att åtskilja de två nämnda komponenterna i förväntningskomplexet, eftersom konsekvenserna ur marknadssynpunkt av ökad osäkerhet om det framtida penningvärdet och stigande inflationsförväntningar bör vara likartade. De tre begreppen riskvärdering, förväntningsspridning och prisnivåförväntningar utgör endast teoretiskt-tekniska hjälpmedel med vars hjälp subjektens beteende kan analyseras. Någon kvantitativ uppskattning av dessa olika element och därmed av omfattningen av den mot indexlån riktade efterfrågan kan med andra ord ej göras.

1.2 Kreditmarknadens struktur

Ett försök skall trots ovan berörda svårigheter göras att beskriva indexlånemarknadens efterfråge- och utbudsförhållanden. De mera preciserade resonemang som redovisas har det hypotetiska exemplets karaktär.

Såsom ovan antytts kommer efterfrågan på indexlånemarknaden att härröra inte endast från sparandet ur löpande

inkomster utan även från en benägenhet 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. Det måste således finnas någon realräntenivå, som är tillräckligt hög i förhållande till nominalfordringarnas avkastning för att framkalla en fullständig övergång till indexlån bland innehavarna av finansiella tillgångar, liksom vid en tillräckligt låg realräntenivå alla finansiella skulder utbyts mot indexlån. Samma resonemang kan föras vid förändringar i den totala fordrings- och skuldvolymen.

De funktioner för utbud och efterfrågan från allmänheten, dvs. andra subjekt än staten, som kan konstrueras med den existerande fordringsmängden och dess förändringar som argument, blir dock för sitt utseende och sin volym beroende av flera faktorer än de agerande subjektens prisförväntningar och riskattityder. För det första måste hänsyn tas till att olika typer av finansiella tillgångar och skulder har högst varierande likviditetsegenskaper och utbytbarhet. Kreditmarknaden uppvisar ett rikt register av likviditetsegenskaper, från banktillgodohavanden och obligationer över inteckningS- och reverslånemarknaden till helt illikvida fordringar, såsom tillgångar i försäkringsbolags pensionsförsäkringsfond. Dessa olika friktionsmoment betyder att övergången till indexlån kan ta avsevärd tid och att efterfråge- och utbudsfunktionerna kan ha olika utseende beroende på det tidsperspektiv som anlägges.

För det andra är begreppet finansiella tillgångar oklart som avgränsning av den potentiella efterfrågan på indexlån. Huruvida exempelvis mycket kortfristiga och höglikvida tillgångar och skulder resp. sådana långfristiga tillgångar, som också innehåller olika slag av försäkringsmoment, kommer att omplaceras i real form, har ett direkt samband med om värdesäkra placeringar med dessa egenskaper finns att tillgå. Utbudets institutionella utseende kan med andra ord påverka efterfrågans omfattning.

Förekomsten av värdesäkra försäkringsformer innebär sålunda, att en *direkt* efterfrågan från allmänheten på indexlån i olika former uteblir. Detta kan dock kompenseras av försäkringsbolagens indexlåneplaceringar, som antagligen till fullo måste täcka realförsäkringsfonden. Resultatet blir i så fall en annan efterfrågestruktur: i stället för ett stort antal små placerare erhålles ett fåtal stora köpare av realobligationer. Av väsentlig betydelse för realobligationsmarknadens efterfrågeutveckling är därför om uppkomsten av reallån kommer att innebära att allmänheten i större utsträckning än hittills direkt efterfrågar och köper obligationer eller om det, såsom hittills, kommer att ske med banker och försäkringsbolag som mellanled. Det senare alternativet torde i allmänhet innebära, att värdesäkra kontraktsformer tillhandahålles allmänheten av de kreditförmedlande instituten.

Det ovan sagda gäller i allt väsentligt även för de utbuds- och efterfrågeaktiviteter som härleds ur sparande och investeringsverksamhet. Särskilt bör observeras att kreditefterfrågan och därmed indexlånemarknadens utbudssida ofta har en fast institutionell anknytning till olika delmarknader. Övergången till indexlån för exempelvis bostads-

finansiering och företagens långsiktiga upplåning kan sålunda ske i avsevärt olika takt beroende på om upplåningen sker på obligationsmarknaden — där hypoteksinstitutens reaktioner såsom kreditförmedlare kan komma att spela en betydande roll — reverslånemarknaden utanför bankerna, i sparbanker eller affärsbanker. Vidare är det troligt att indexlåneformens eventuella påverkan på sparande- och investeringsbenägenheterna till sin styrka beror av marknadens institutionella utbredning och därmed även av det tidsperspektiv som anlägges.

Analysen av den dubbla kreditmarknadens funktionssätt måste nyansera begreppet indexlån så att hänsyn tas till deras institutionella form och likviditetsegenskaper. Likaledes måste den innehålla en tidsdimension till följd av ofrånkomliga friktionselement i tillgångars och skulders utbytbarhet. I detta avsnitt ges dessa förutsättningar ofta en mycket schematisk form i syfte att, som tidigare framhållits, renodla vissa huvudelement i utvecklingen.

1.3 Efterfråge- och utbudsfunktioner, några exempel

Om man bortser från olika fördröjande moment i övergången till indexlån, kan de för indexlånemarknadens funktionssätt avgörande faktorerna, förutom de kreditpolitiska organens uppträdande, antas bestå av kreditmarknadssubjektens prisnivåförväntningar och riskattityder. Det har tidigare betonats att man vet mycket litet om dessa egenskaper. För att erhålla ett underlag för de följande resonemangen skall dock några funktioner för utbud och efterfrågan på indexlånemarknaden återges, vilka kan härledas ur vissa antaganden rörande prisnivåförväntningarnas interpersonella spridning.

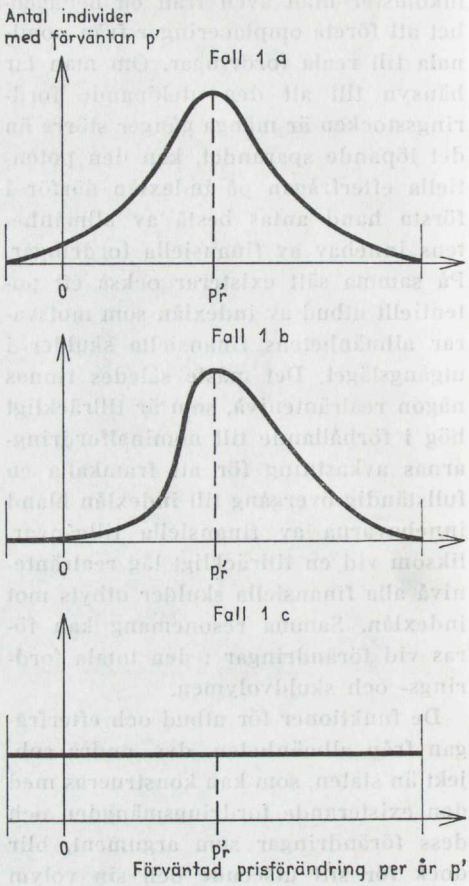


Diagram 12:1 Den interpersonella fördelningen av förväntningar beträffande prisnivåutvecklingen.

Diagram 12:1 innehåller tre exempel på hur de på kreditmarknaden agerande subjekten kan karaktäriseras med avseende på sina förväntningar om prisnivåns årliga förändring i framtiden. (Ang. innebörden av begreppet förväntan i det individuella fallet, se kap. 2.1—2.) Den förväntade prisförändringen (i procent) är avsatt på den horisontala axeln. Antalet individer med ett visst gemensamt förväntat värde rörande prisnivåutvecklingen avsättes på den lodräta axeln. Dessa »frekvensfunktioner» för prisnivåförväntningarnas interpersonella spridning kan

tolkas på olika sätt. Å ena sidan kan antalet individer som representeras av de vertikala koordinaterna antas vara mycket stort och kunde då sägas motsvara allmänheten i form av en stor mängd köpare och säljare på en obligationsmarknad. Å andra sidan kan antalet subjekt, som uppträder på obligationsmarknaden, vara mycket litet och bestå i stort sett av placeringscheferna i banker, försäkringsbolag, hypoteksinstitut, offentliga fonder m. fl. placeringsföretag. Förväntningsspridningen mellan subjekten kan vara exakt densamma i båda fallen; det enda som inträffar är en förändring av skalan på den vertikala axeln.

Förväntningarnas spridning

De i diagrammet återgivna exemplen på individernas prisförväntningar har valts för att illustrera vissa tänkbara karaktäristika hos människornas uppfattning om framtida prisnivåförändringar.

Fall 1 a) utgår från att ett värde för prisnivåns årliga förändringstakt — eller ett litet intervall av dylika värden — förväntas av fler individer än något annat enstaka värde. Det finns med andra ord en *representativ* förväntan: om man påträffar en individ bland dem, som ingår i frekvensfunktionen, är sannolikheten störst för att dennes förväntningar motsvarar den representativa förväntan. Dessutom grupperar sig övriga förväntningar symmetriskt kring detta värde. Det innebär bl. a. att den representativa förväntan också är den genomsnittliga förväntan hos individerna och att den utgör frekvenskurvans tyngdpunkt. Att förväntningarna är symmetriskt fördelade omkring det representativa värdet eller medelvärdet säger dock ingenting om hur spridda förväntningarna är, t. ex. om antalet individer med mer extrema förväntningar är större eller mindre än antalet med representativa förväntningar. Fall 1 a) har konstruerats så, att spridningen är relativt liten; uppfattningen om prisnivåutvecklingen antas således vara i stort sett samstämmig för större delen av subjekten.

Även *fall 1 b)* har ett förväntningsvärde, som kan betraktas som representativt i den meningen, att det omfattas av ett större antal individer än något annat enstaka värde. Förväntningarna är i detta fall asymmetriskt fördelade kring det representativa värdet (som därmed inte är detsamma som fördelningens medelvärde). Asymmetrin har tagit sig uttryck i att fördelningens tyngdpunkt förskjutits mot högre förväntningstal. Individerna är i fall 1 b) mer inflationistiskt inriktade än individerna i fall 1 a). Denna typ av interpersonell förväntningsfördelning är analog med de hypoteser om det individuella förväntningskomplexets utseende, som tidigare lanserats i kap. 2.1 och 5.

Där påpekades att det kan finnas en tendens att uppfatta avvikelser *nedåt* från den mest sannolika prisstegringstakten såsom mindre troliga än avvikelser uppåt. Överfört till detta sammanhang betyder antagandet, att om det finns en normal eller representativ prisnivåförväntan i samhället är de personer, som tror på en långsammare prisstegring, märkbart färre än de personer, som tror på en starkare inflation.

I *fall 1 c)* har slutligen för jämförelsens skull det fall upptagits då ingen representativ förväntan i den ovan angivna meningen existerar utan varje förväntningsvärde omfattas av samma antal individer. Det betecknar således ett extremfall för den interpersonella spridningen av förväntningarna.

Efterfrågekurvorna

Nästa uppgift är att ur frekvensfunk-

tionerna i diagram 12:1 härleda indexlånemarknadens efterfrågekurvor. Om man antar (1) att individernas val mellan penning- och indexlån avgöres enbart av deras prisnivåförväntningar, (2) att valet gäller obegränsade penning- och reallån med samma löptider (eller att prisnivåförväntningarnas storlek är oberoende av tidsperspektivet) och (3) att individerna i efterfrågefunktionerna ingår med samma tyngd som i frekvensfunktionerna, kan efterfrågekurvorna härledas genom en enkel summering av antalet individer, som vid varje nivå på realräntan i förhållande till penningräntan efterfrågar reallån. (Reallån efterfrågas så snart som differensen mellan penninglåns och indexlåns räntesatser understiger den förväntade årliga prisstegringstakten; indexlåns reala avkastning är då större än den förväntade reala avkastningen på penninglån.)

Kurvorna i *diagram 12:2* har härletts enligt dessa förutsättningar, så att fall 2 a) motsvarar en förväntningsfördelning enligt fall 1 a) i diagram 13:1 osv. Den vertikala axeln mäter storleken av räntedifferensen, dvs. skillnaden mellan penninglåneränta och indexlåneränta. Procenttalen på den horisontella axeln anger indexlåns andel av den vid varje tidpunkt utelöpande totala obligationsmängden.

Förutsättningarna för konstruktionen av efterfrågekurvorna i diagram 12:2 kan åtminstone i ett avseende direkt sägas var orealistiska. Det gäller antagandet att varje individ kan invägas med samma vikt i efterfrågefunktionen, vilket betyder att de antas ha samma efterfrågekapacitet, mätt i pengar. Det vore i och för sig teoretiskt möjligt att väga in individerna med storleken av deras obligationsinnehav och/eller kassa såsom vikter. Men eftersom all kunskap om de kvantitativa måtten för ett dylikt

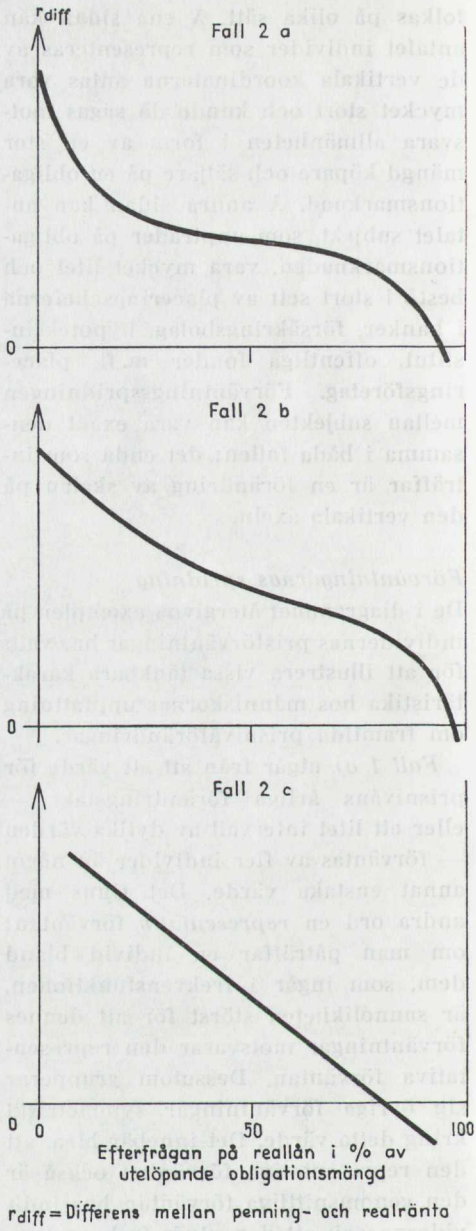


Diagram 12:2 Efterfrågefunktioner på reallånemarknaden.

förfarande saknas blir operationen knappast meningsfylld. Den principiella gränslinjen synes böra dragas mellan det fall, då obligationsefterfrågan kommer från en stor mängd individer,

och det fall då obligationsmarknaden domineras av ett fåtal stora institutionella placerare. Någon entydig effekt för efterfrågefunktionernas utseende får inte alternativa hypoteser härvidlag. Uppenbart är dock att övergången från symmetri till en mera betydande asymmetri i den interpersonella förväntningsspridningen förutsätter allmänna förväntningsförskjutningar i det fall att efterfrågan kommer från ett stort antal placerare, medan i det andra fallet en extrem förväntningsattityd hos en eller ett fåtal placerare med stor tyngd på kreditmarknaden kan i grund förändra efterfrågefunktionens utseende.

Vidare är det inte givet, att förväntningarna ensamma avgör placeringsvalet. Såsom tidigare betonats kan teorin för indexlån inte utvecklas utan att hänsyn tas till förekomsten av *osäkerhet* om den framtida prisnivåutvecklingen. Om skyddet mot penningvärderisker vid placeringar i indexlån värderas positivt kan det föranleda placerarna att efterfråga indexlån även om indexlåns avkastning är lägre än den förväntade avkastningen på motsvarande former av penninglån. Vid en given räntedifferens resulterar sålunda en positiv riskeffekt i en efterfrågeökning i förhållande till det fall att riskminskningen inte värderas positivt (vid s.k. neutral riskvärdering) eller negativt. Det betyder att efterfrågekurvorna i diagram 12:2 förskjutes åt höger.

Det *privata utbudet av indexlån* kan härledas på samma sätt som efterfrågan. Även här är det således fråga om en benägenhet att ändra förmögenhetssammansättningen — i detta fall med avseende på fördelningen av reala och nominala skulder. Det potentiella utbudet motsvarar den totala utelöpande obligationsmängden enligt ovan angivna mönster. Benägenheten att överföra skulderna på real basis växer med stigande differens mellan penning- och realränta i en takt som beror på prisnivåförväntningar och riskattityder hos gäldenärerna-låntagarna.

1.4 Utvecklingsprocessen

Indexlånemarknadens utvecklingsmöjligheter beror enligt vad som inledningsvis sades i hög grad på om långivare och låntagare i allmänhet uppfattar indexlån som gynnsammare än penninglån ur risksynpunkt eller ej och på hur samstämmiga deras förväntningar om den framtida prisutvecklingen är. När det gäller prisförväntningarna finns det ingen grund för antagandet att deras utseende har något samband med om individerna uppträder som låntagare resp. långivare. Den interpersonella spridningen och storleken av de individuella förväntningarna antas därför vara densamma inom båda kategorierna. Däremot kan det göras gällande att låntagarnas värdering av indexlåns riskegenskaper är mindre positiv än långivarnas eller att de i vissa fall uppfattar indexlån som mer riskfyllda än penninglån. (För bakomliggande resonemang se främst kap. 2.2.)

Tesen om på låntagar- och långivarsidan likformiga prisförväntningar kan få minskad giltighet när förutsättningen om ett stort antal agerande marknadssubjekt överges. I en mer institutionaliserad teori, där långivarsidan domineras av de kreditförmedlande instituten och låntagarna på obligationsmarknaden utgöres av ett fåtal hypoteksinstitut och storföretag (medan det stora antalet låntagare finns på bankkreditmarknaden och reverslånemarknaden), är efterfråge- och utbudsfunktionernas utseende i hög grad ovisst. Dessutom bestäms marknadsförhållandena av subjektens allmänna inställning till indexlån, sammansatt av prisför-

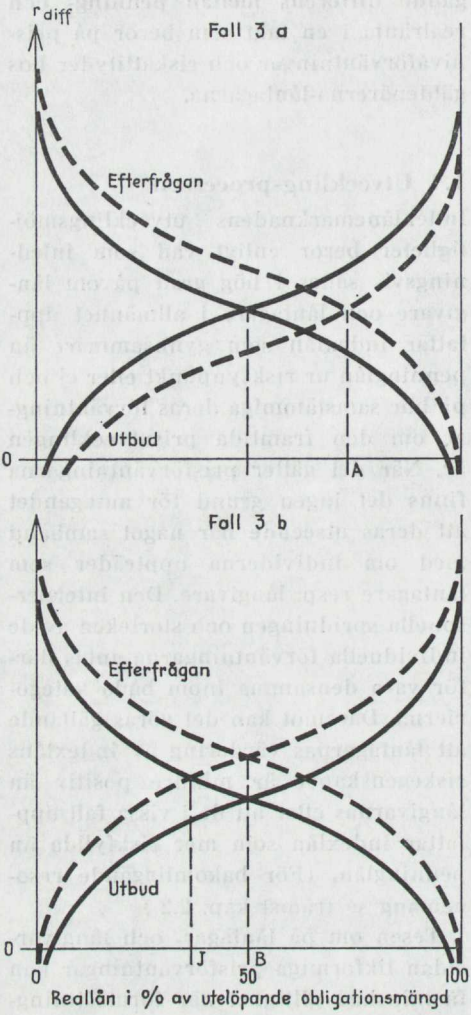


Diagram 12:3 Exempel på marknadssituationer.

Heldragna kurvor visar marknadssituationen vid neutral riskvärdering för både långivare och låntagare.

Läget A (fall 3a) visar marknadssituationen vid riskfördel för både långivare och låntagare.

Läget B (fall 3b) visar marknadssituationen vid negativ riskeffekt av indexlån för låntagare, medan riskeffekten är positiv för långivare.

Läget J (fall 3b) visar marknadssituationen vid negativ riskeffekt av indexlån för låntagare och neutral riskvärdering för långivare.

väntningar och riskattityder. Om riskkomponenten är tillräckligt stark kan den avgöra utbuds- och efterfrågefunktionernas utseende och frågan om den interpersonella förväntningsspridningens utseende minskar i betydelse.

Omplaceringseffekten

Diagram 12:3 har trots dessa olika reservationer konstruerats på grundval av antagandet att prisförväntningarnas utseende är identiskt hos de individer som sammansätter utbuds- och efterfrågekurvorna men att de kan ha olika värdering av indexlåns riskegenskaper. Den interpersonella förväntningsspridningen har exemplifierats med fall a) ur diagram 12:1.

Det som illustreras i diagrammet är i första hand resultatet av den *omplaceringseffekt*, som uppkomsten av indexlån har. I en process, som enligt de tidigare angivna förutsättningarna sker utan friktioner och sålunda momentant, 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.

I fall 3 a) återges den situation, då utbuds- och efterfrågefunktionerna är helt identiska (de heldragna kurvorna). Det kan tolkas som att enbart förväntningarna avgör valet av låneform (se ovan). Processen upphör när hälften av obligationsmängden transformerats till indexlån (vid 50 %). I diagrammet visas dessutom omplaceringsprocessens resultat under de för indexlån mest gynnsamma förutsättningarna (de streckade kurvorna): att de av båda parter föredras ur risksynpunkt. En fullständig

övergång till indexlån hindras av den interpersonella förväntningsspridningen; processen upphör således vid punkten A.

I fall 3 b) visas resultatet av en negativ riskeffekt för låntagarnas del medan långivarna inte betraktar indexlån som någon ur risksynpunkt gynnsam placering och därför inte heller är beredda att acceptera lägre avkastning på reallån än på penninglån. Processen upphör då vid punkten J i diagrammet. Samtidigt framgår att en negativ riskattityd från låntagarna kan uppvägas av en tillräckligt stark positiv riskeffekt för långivarna, så att indexlån vid en större räntedifferens når en större marknadsandel, punkten B.

Marknadens tillväxt

Så långt avser beskrivningen endast att gälla situationen vid en oförändrad mängd utelöpande privata fordringar. Sedan omplaceringsprocessen slutförts och en viss räntedifferens etablerats, kommer fördelningen mellan index- och penninglån i fordringsmängdens nytillskott att avgöras av denna räntedifferens och parternas förväntningar. Om därvid förväntningarna hos kreditmarknadsparterna är i stort sett desamma som hos innehavarna av fordringar och skulder i allmänhet, kommer indexlånemarknadens tillväxt att ske vid oförändrad räntedifferens och med en konstant andel indexlån av den totala utelöpande obligationsmängden. Sker inte heller någon allmän förväntningsförskjutning, kan den dubbla kreditmarknaden därmed sägas befinna sig i ett tillstånd av stabil jämvikt.

Det är dock tänkbart, att övergången till indexlån kan komma att karaktäriseras av avsevärt instabilare marknadsförhållanden än vad som ovan angivits. Det kan sålunda visa sig att efterfrågan på värdesäkra placeringsformer är långt större än den totala mängden utelöpande privata obligationer. Det betyder att omplaceringseffekten inte bara avser innehavet av privata fordringar utan också innebär en benägenhet att sälja (nominala) fordringar på staten för att köpa privata indexlån. Om förväntningar och riskattityder är desamma bland innehavarna av skulder som bland innehavarna av fordringar, kommer de förra att upptäcka, att de kan återköpa sina utelöpande penningobligationer och emittera indexlån till en räntedifferens, som för flertalet är fördelaktig ur avkastningssynpunkt. De blir således benägna att öka inslaget av indexlån i nyemissionerna. Även om efterfrågan på obligationer totalt sett befinner sig i balans under en dynamisk process av den typ, som uppkomsten av nya fordringar utgör, bör således utbudet av (nya) indexlån öka snabbare än efterfrågan.

Resultatet blir en successiv stegring av indexlåneräntan (eller sänkning av penninglåneräntan) varigenom räntedifferensen minskar. Samtidigt reduceras indexlånens andel av den totala fordringsmängdens ökning. Prisstabilitet uppstår när denna andel är densamma som indexlåns andel av den totala mängden utelöpande privata fordringar. Från detta läge kommer indexlånemarknadens utveckling — i frånvaron av andra slags störningar — att ske vid oförändrad räntedifferens och med en konstant andel av den totala privata fordringsvolymen.

Det bör tilläggas, att den beskrivna processen inte behöver vara avhängig av den »normala» ökningstakten hos kreditvolymen. Den kan påskyndas av en spekulativ verksamhet, orsakad av låga realräntor i inledningsskedet, som tar sig uttryck i upplåning i indexlån i och för utlåning i penninglån. Övergångsskedet kan också påverkas på

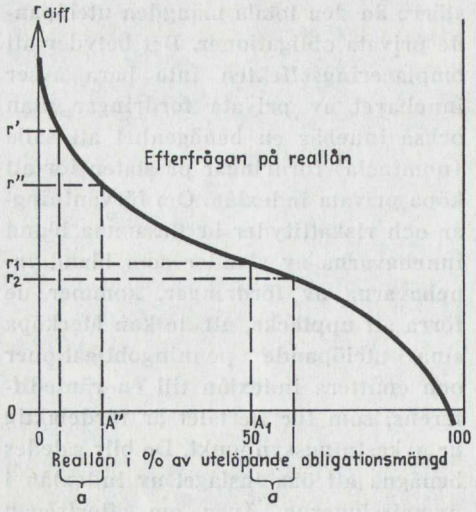


Diagram 12:4 Sambandet mellan förändringar av reallånens andel i obligationsstocken och räntedifferensen.

Lika stora förändringar av andelen reallån i obligationsstocken ger olika stora förändringar i differensen mellan penning- och realränta. I specialfallet med symmetrisk fördelning av prisförväntningarna gäller att $(r'-r'')>(r_1-r_2)$ *då* $|(50-A'')|>|(50-A_1)|$ %. (*A* betecknar den punkt i intervallet *a*, som ligger närmast 50 %.)

andra sätt. Skulle gäldenärerna i allmänhet inta en negativ eller skeptisk attityd mot indexlån, kommer benägenheten att övergå till indexlån att minska trots fördelaktiga avkastningsvillkor på indexlån i förhållande till penninglån.

Tröghetsmoment

Å andra sidan måste man förutsätta, att en rad institutionella trögheter, t. ex. fordringars bristande utbytbarhet, omöjliggör ett omedelbart och friktionsfritt utbyte enligt parternas preferenser av penninglån mot indexlån på den privata fordringsmarknaden. Effekten härav är närmast att indexlånemarknadens tillväxt fördröjes. Såvida inte likviditetsegenskaperna hos fordringar på staten och på enskilda märkbart skiljer sig åt, är det dock inte givet att denna långsammare tillväxt i och för sig orsakar någon instabilitet i den relativa prisbildningen, eftersom den för utbyte tillgängliga fordringsmängden bör reduceras i samma omfattning för både gäldenärer och borgenärer.

Dessutom kan en successiv framväxt av indexlån innebära instabila prisförhållanden i inledningsskedet enbart av det skälet, att indexlån utgör en mycket liten andel av den totala fordringsmängden. Om efterfrågefunktionen för indexlån har det utseende, som anges av diagram 12:4 (och vars innebörd redovisats i anslutning till diagrammen 12:1 och 2) kommer räntedifferensen vid en liten andel indexlån att vara avsevärt känsligare för ändringar av obligationsvolymens fördelning på de två låneformerna än när de båda marknaderna är ungefär lika stora.

Efterfrågekurvans lutning bestämmes av den interpersonella förväntningsspridningen. Om denna, vilket förefaller troligt, är störst bland subjekten med de extrema prisförväntningarna, ökar lutningen och därmed priskänsligheten vid mängdförändringar med avståndet från mittpunkten. Skulle det dessutom vara så, att förväntningarna utsätts för tätare förskjutningar bland individerna med mera extrema förväntningar (vilket kan vara en följd av av att kraftiga inflations- eller deflationsförväntningar innehåller större osäkerhet än »normala» förväntningar) kan räntedifferensens fluktuationer vid en liten volym indexlån ytterligare accentueras.

Det sagda betyder inte att förväntningsförskjutningar över huvud inte skulle påverka indexlånemarknadens räntebildning, så snart den nått en viss omfattning. Men skillnaden är att vid en större volym indexlån, som kan antas vara spridd över ett större antal

marknadssubjekt, krävs en allmän förväntningsförskjutning för att framkalla någon märkbar effekt på räntedifferensen, medan prisbildningen vid en förhållandevis liten volym indexlån bör bero av förväntnings- och riskattityder hos ett mindre antal marknadssubjekt. Konsekvenserna av marknadsinstabilitet vid stor förväntningsspridning och vid allmänna förväntningsförskjutningar kommer att ägnas ingående uppmärksamhet i olika sammanhang i det följande.

Analysen av funktionssättet hos en marknad för privata indexlån har, som tidigare betonats, ett högst begränsat värde som underlag för realistiska omdömen. Frånvaron av information om efterfråge- och utbudsfunktionernas utseende medger inga slutsatser om processens tänkbara förlopp och slutstadium, om takten i marknadens expansion och om de ränteförhållanden, som kan bildas. Framför allt saknas en tidsdimension; ingen antydan kan ges om hur lång tid som förflyter innan indexlåneformen nått den maximala utbredning, som den interpersonella förväntningsspridningen och/eller avvikelser mellan låntagares och långivares riskattityder tillåter. I de följande avsnitten införes de institutionella förhållandena och olika tröghetsmoment i allmänhetens anpassning till den nya låneformen i bilden.

2. *Jämviktsmarknaden*

2.1 Indexlåns förutsättningar

De gynnsammaste förutsättningarna för uppkomsten av en indexlånemarknad utgöres av en »ömsesidig riskfördel» samt en förväntningsstruktur, som i varje fall ej innebär, att låntagarna genomgående förväntar sig en starkare inflation än långivarna. Mellan detta och det mest ogynnsamma fallet — som alltså innebär negativ riskeffekt och starkare inflationsförväntan bland låntagarna — finns en rad kombinationer av partsattityder, vilka i olika grad gynnar eller missgynnar indexlån. Några av dem har studerats i föregående avsnitt.

En mycket försiktig bedömning av de förutsättningar, som i praktiken skulle föreligga, ger följande resultat. Det finns ingen anledning att tro, att *förväntningarna* om prisnivåutvecklingens riktning och styrka skulle visa någon systematisk olikhet mellan de två grupper, som på kreditmarknaden i varje ögonblick uppträder som långivare resp. låntagare. När det gäller uppfattningen av indexlåns *riskegenskaper* ger analysen i kap. 2.2 ett visst underlag för uppfattningen, att låntagarna åtminstone i inledningsskedet kommer att värdera indexlån mindre positivt än långivarna. Huruvida denna antagna tvekan inför en ny och oprövad låneform är tillräckligt stark för att motverka långivarnas positiva värdering av indexlåns riskegenskaper, låter sig knappast förutsägas.

Det väsentliga i detta sammanhang är dock, att riskattityden — liksom prisförväntan — inte kan vara likformig för alla subjekt. Även om den »representative» låntagaren är avsevärt mindre tilltalad av indexlån än den »representative» långivaren måste det finnas ett betydande antal låntagare, vars attityd till indexlåns riskegenskaper är mer positiv än den genomsnittlige långivarens. Det uppstår sålunda ett antal kombinationer långivare-låntagare, 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 en positiv avkastningseffekt.

En konsekvens av dessa resonemang är att indexlånemarknadens uppkomstmöjligheter är större, om kontakt mellan ett relativt stort antal långivare och låntagare kan ske. Kreditmarknaden måste vara tillräckligt perfekt för att 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 skulle här kunna emittera indexlån som framför allt tog sikte på placerarna med den största inflationsförväntan eller riskaversionen. Om initiativet kommer från långivarsidan skapas de bästa förutsättningarna för indexlån i en marknad där långivaren har möjlighet att få förhandlingskontakter med ett större antal låntagare.

När frågeställningen konkretiseras till att gälla den svenska kreditmarknaden, är det förenat med vissa svårigheter att klargöra, huruvida den kan skapa någon av dessa båda situationer. Dagens obligationsmarknad med dess starka dominans av ett fåtal institutionella placerare kan endast med stor tvekan sägas uppfylla kravet på ett stort antal långivare. Å andra sidan kan introduktionen av indexlån i för mindre placerare lämpliga former medföra en omläggning av placeringsvanorna.

När det gäller långivarnas möjligheter att förhandlingsvägen åstadkomma indexreglerade kontrakt, riktas uppmärksamheten på reverslånemarknaden, där kapitalmarknadsinstituten står som långivare och företag och kommuner som låntagare. Den borde göra det möjligt för långivarna (även om de är få till antalet) att nå förhandlingskontakt med ett tillräckligt stort antal låntagare för att de ovan angivna kombinationerna skall kunna uppstå.

2.2 Friktionsmoment

Även om de »marknadsmässiga» förutsättningarna för indexlån (sådana de ovan definierats) skulle existera i en kreditmarknad, som fungerade någorlunda perfekt, kan det dock göras gällande, att dessa inte är tillräckliga. Misstänksamheten mot nya och oprövade engagemang och trögheten i anpassningen till nya förutsättningar skulle kunna försvåra uppkomsten av indexlån. Det är tänkbart, att marknadsparterna även i de fall där en rationell kalkyl ger vid handen att indexlån är fördelaktigare än penninglån, ändå föredrar ett avtal i den kontraktsenhet, som man vant sig vid, dvs. kronor och öre.

Utan tvivel måste också reaktioner av det här slaget medräknas i en bedömning av indexlånemarknadens framtid. Men samtidigt är det svårt att tro, att den konservativa attityden under alla förhållanden skulle bli bestående, att den inte kan genombrytas av positiva erfarenheter av indexlånemarknadens funktionssätt och av indexlånens egenskaper.

För arten av de erfarenheter, som olika marknadssubjekt med tiden kommer att göra, är det inte likgiltigt hur indexlånemarknaden uppstått, dvs. vilka av de ovan diskuterade förutsättningarna med avseende på riskuppfattning och prisnivåförväntan som förelegat. I avsnitt 2.1 framhölls att ett antal indexlåneavtal måste uppkomma som resultat av att parterna har olika förväntningar. I dessa fall måste verkligheten komma att falsifiera åtminstone *en* av de två prognoserna. Det betyder, att någon av parterna måste bli besviken i den meningen, att hans förväntningar ej infrias: avkastningen blir lägre resp. upplåningskostnaden högre än han förväntat sig.

I en indexlånemarknad, som uppkommit främst som en följd av att långivar-

nas prisnivåförväntningar varit större än låntagarnas, blir frekvensen av icke infriade förväntningar stor. Skulle den faktiska prisutvecklingen stämma bäst överens med låntagarnas förväntningar, drabbas långivarna av insikten, att indexlån varit en i förhållande till penninglån dålig placering, medan i händelse av en med långivarnas förväntningar överensstämmande prisutveckling låntagarna blir den besvikna parten. (Dessa upplevelser av icke infriade förväntningar bör ej förväxlas med att både låntagare och långivare kan medvetet ha accepterat i förhållande till penninglån ogynnsammare räntevillkor i utbyte mot en säker real avkastning resp. upplåningskostnad.)

Även i en marknad, vars uppkomst baseras på en ömsesidig riskfördel och likformiga prisförväntningar, kommer givetvis negativa erfarenheter på någondera sidan att uppstå, så snart som det visar sig att utvecklingen avviker från den förväntade. Här borde det dock vara lättare — eftersom varje »negativ» erfarenhet också inneburit en »positiv» erfarenhet i form av bättre utfall än väntat — att anpassa räntedifferensen till de eventuellt reviderade förväntningarna. Under alla förhållanden understrykes värdet av att de förväntningar, som styr den relativa prisbildningen i en dubbel kreditmarknad, är så realistiska som möjligt.

2.3 Prisbildningen och marknadens utbredning

Det effektivaste och framför allt snabbaste sättet att sprida information om och erfarenheter av indexlåneformen vore antagligen en introduktion av indexlån på obligationsmarknaden (och marknaden för s. k. förlagslån). Reverslånemarknaden är som spridningsmekanism vida mindre effektiv med sina förhandlingsvis tillkomna villkor och avsaknad av »öppen» prisbildning. Spridningen av information kring indexlånens egenskaper måste ske relativt långsamt på denna marknad och förutsätta en stor aktivitet från de marknadssubjekt, som har en positiv attityd till indexlåneformen.

Men även om det sålunda skulle kunna antas, att den snabbaste utbredningen av indexlån sker via obligationsmarknaden, är det dock inte säkert, att denna marknads funktionssätt blir sådant att det stimulerar till ett utvidgat engagemang från marknadsparternas sida.

Kreditinstituten och marknadens stabilitet

Av analysen rörande prisbildningen i en dubbel kreditmarknad framgick, att indexlånemarknaden i dess inledningsskede kan komma att kännetecknas av såväl relativt höga som framför allt instabila kurser. Den i förhållande till volymen penninglån ringa mängden indexlån kan således i sin prisbildning ge kraftiga utslag på förändringar i de »marginella» placerarnas förväntningar och spekulativa attityder. Om härur uppstår osäkerhet rörande den framtida kursutvecklingen kommer indexlånen att tillmätas en betydande kursrisk och betraktas såsom en ur likviditetssynpunkt ogynnsam placeringsform. Samtidigt som därmed de ur låntagarsynpunkt lockande låga indexlåneräntorna skulle tendera att pressas uppåt, måste instabiliteten i räntebildningen skapa speciella svårigheter för låntagarna att överblicka de upplåningsvillkor, som kan beredas dem.

Utvecklingen skulle måhända bli en annan, om det kunde antas, att indexklausuler kom att introduceras i kapital- och kreditmarknadsinstitutens verksam-

het. Aktuella är här främst de långsiktiga placeringsformer, som livförsäkringar med sparmoment innebär, samt bankernas in- och utlåning. Förutom att indexreglerade placeringar i sådant fall blev direkt tillgängliga för ett större antal människor, skulle indexlånemarknadens utveckling påverkas i gynnsam riktning i och med att relativt stabila ränteförhållanden på denna del av marknaden kan utöva ett modererande inflytande över prisutvecklingen bl. a. på obligationsmarknaden.

Det är i och för sig inte särskilt lätt att förutsäga de berörda institutens reaktioner inför indexlån. Det normala incitamentet 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.

Förutsättningen för att livförsäkringsbolagen skall ha en reell möjlighet att i indexlånemarknadens inledningsskede införa realförsäkringar torde vara, att indexlånemarknaden nått en viss »mognad», att prisutvecklingen någorlunda stabiliserats och att marknaden kan förväntas existera för en avsevärd tidrymd framåt. Livförsäkringskontraktens långsiktiga karaktär och kravet på en premiefond, som i avseende på kontraktsenhet och avkastningsvillkor mycket nära överensstämmer med försäkringsgivarens åtaganden, gör det sålunda högst troligt, att realförsäkringar i större skala inte kan introduceras förrän indexlånemarknadens utveckling nått ett relativt avancerat stadium.

Införandet av indexklausuler i bankväsendet 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 banksparande (bilaga 3), att bankerna knappast kan förväntas bli initiativtagare i indexlånefrågan, torde därför ha fog för sig.

En kreditinstitutens aktivitet för att skapa värdesäkra inlåningsräkningar förutsätter med andra ord en stimulans utifrån. En sådan skulle otvivelaktigt kunna uppstå, om en marknad för indexreglerade obligationslån existerade, som föranledde betydande omplaceringar från bankinlåning till obligationer. Men huruvida detta kommer att ske beror på den popularitet och det förtroende, som indexlånemarknaden kan vinna hos en större placerarkategori. Såsom framgått av det föregående, behöver en indexlånemarknad utan statligt stöd inte få sådana egenskaper, att en för kreditinstituten kännbar förändring i placeringsvanorna inträder. Såvida inte bankerna uppvisar en stor känslighet även inför små förskjutningar i placeringspreferenserna, ter sig således indexlåneformens spridningsmöjligheter via en »marknadsmekanism» inte påtagligt stora.

Ränterörliga lån

Instabiliteten i prisbildningen kan som ovan framhållits bli en hämmande faktor för indexlånens utveckling. 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.

Kunde räntevillkoren på dylika lån anpassas inte bara vid förskjutningar av räntenivån (dvs. *samtidiga* rörelser

av penningräntan och realräntan) utan också vid förändringar i marknadens värdering av de två låneformernas inbördes egenskaper, skulle kurserna kunna hållas oförändrade. Huruvida detta faktiskt blir möjligt, låter sig här inte avgöras. Tänkbart är dock att man kan följa den reala effektiva avkastningen på ett räntebundet obligationslån, som har karaktären av riktmärke för marknadsläget, eller också utgå från något slags genomsnittsränta på marknaden för räntebundna lån. Problemet skulle bli avsevärt lättare att lösa, om indexlån förekom i banksystemet och om där noterade realräntor på ett riktigt sätt avspeglade marknadsläget (eventuellt av den anledningen att bankernas räntepolitik avgör indexlånemarknadens prisbildning).

Även om ränterörliga lån knappast kan motsvara önskemålen från alla placerare eller accepteras av alla låntagare till följd av den osäkerhet om den reala effektiva avkastningens storlek, som de medför, skulle de ändå kunna utgöra ett viktigt *komplement* till räntebundna lån. Det förefaller dock som om en nödvändig förutsättning för en större spridning av ränterörliga lån är att räntevillkoren någorlunda enkelt och entydigt kan anges. Eftersom det antagligen innebär, att räntan måste göras beroende av någon »objektiv» storhet, fastställd på ett auktoritativt sätt, återföres man på nytt till insikten om att utvecklingsmöjligheterna hos en privat indexlånemarknad är intimt förbundna med kreditinstitutens handlande. Införes indexklausuler i banker, försäkringsbolag och andra liknande inrättningar, borde möjligheterna öka både att finna allmänt acceptabla normer för räntejusteringar av rörliga indexlån och att överhuvudtaget stabilisera indexlånemarknaden.

2.4 Olika prognosalternativ

Om kreditinstitutens motiv för att i sin rörelse introducera indexlån främst skall hämtas ur konkurrens från obligationsmarknaden, är det å andra sidan föga troligt, att dylika incitament uppstår särskilt snabbt. En helt privat indexlånemarknad skulle sålunda löpa 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. Om inte marknaden redan i inledningsskedet erhåller ett direkt stöd av staten, som förser den med ett tillräckligt inflöde av nytt material för att stabilisera kursutvecklingen, kan marknadens tillväxt därför bli en mycket långsiktig företeelse.

Prognosproblem

En betydande osäkerhet kommer dock att vidlåda varje prognos om utvecklingsmöjligheterna hos en på enskilt initiativ uppkommen indexlånemarknad. Det följer främst därav att beslut rörande valet av låneform i vissa fall träffas inte av en enskild investerare utan av sammanslutningar av sådana. Skulle t. ex. den rikskooperativa rörelsen på bostadsområdet och de s. k. allmännyttiga bostadsföretagen med riksomfattning bestämma sig för att i första hand 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. En liknande nyckelroll kan hypoteksinstituten för bostadskrediter komma att spela. En positiv eller negativ attityd från deras sida till indexlån kan få stor betydelse för marknadens utseende i ett inledande skede.

Tänkbara incitament för en övergång till indexlån inom fastighetsfinansieringen har närmare diskuterats i kap. 5. Därutöver kan indexlån bli en attraktiv upplåningsform om det skulle visa sig att det med indexklausul blir möjligt att öka de olika bostadsföretagens kreditunderlag utan att för den skull väsentligt öka upplåningskostnaderna. Särskilt i inledningsskedet torde möjligheterna att expandera kreditvolymen på förmånliga avkastningsvillkor vara stora för den eller de låntagare, som kan styra realräntebildningen (se bl. a. kap. 10.4 och kap. 13.3).

Resonemang av den antydda typen stämmer visserligen inte så bra överens med förutsättningen om en kreditmarknad i jämvikt och med perfekt konkurrens. Såsom inledningsvis antyddes, bör dock verklighetens jämviktsmarknad kunna uppvisa flera av »ransoneringsmarknadens» drag utan att gränsen till den senare därför behöver vara överskriden. Skillnaden ligger framför allt däri att kreditransoneringen i en kreditmarknad ur balans upprätthålles av staten, medan kreditmarknadens institutionalisering svarar för den normala kreditransoneringen i en jämviktsmarknad.

Av det sist sagda följer att andra förutsättningar än de för detta avsnitt valda kan ge en betydligt gynnsammare prognos för indexlånemarknadens uppkomstmöjligheter. Detta borde inträffa, om man kunde förutsätta ett tillstånd av mera permanent balansrubbning, desorganisation av penningpolitik och kreditmarknadens funktioner, kombinerat med stor osäkerhet om den framtida penningvärdeutvecklingen (och en betydande inflation).[1] I det följande avsnittet, som diskuterar en reglerad kreditmarknad, ges å andra sidan ett visst utrymme för diskussion av dylika företeelser.

3. *En reglerad kreditmarknad*

3.1 Regleringspolitikens syften

Det är förenat med vissa svårigheter att analysera indexlånens uppkomst- och utvecklingsmöjligheter i en reglerad marknad, om man därvid har ambitionen att analysen skall gälla den svenska kreditmarknaden, sådan denna kan gestalta sig under de närmaste åren. För det första är dess värde som *prognos* synnerligen tveksamt, eftersom vare sig kreditregleringens målsättningar eller dess medel behöver vara särskilt stabila genom tiden. För det andra är det inte alltid möjligt att åstadkomma entydiga tolkningar av dessa målsättningar, såsom senare skall visas. Enklast är därför att låta diskussionen avse ett modellsamhälle, vars grad av verklighetsanknytning får bli föremål för en särskild bedömning, men där också möjligheterna att renodla de väsentliga problemen ter sig gynnsamma.

Regleringspolitikens huvudmålsättning antas vara att med bibehållen samhällsekonomisk balans bereda plats för en i politisk ordning fastlagd volym av investeringar i bostadsfastigheter till

[1] I de länder, där indexlåneformen — med eller mot de politiska intentionerna — uppvisar sin starkaste expansion, har förhållanden liknande de här antydda i stor utsträckning varit för handen. Betecknande för båda dessa länder har dessutom varit avsaknaden av effektiva kreditregleringsinstrument i förening med ovilja att höja penningräntan upp till en nivå, som kunde ha utsikt att skapa balans mellan de båda marknaderna. (Se bilaga 4.)

en given räntenivå. Medlen är ett system av räntekontroll för kreditgivningen inom bostadssektorn och dirigering av kreditutbudet till denna sektor genom utlånings- och placeringsbestämmelser för kapital- och kreditmarknadsinstitut. Med prioriterad kreditgivning kommer i fortsättningen att menas finansieringen av bostadsinvesteringar. Av framställningstekniska skäl användes sålunda denna term endast för bostadskrediterna, även om en kreditprioritering av i princip samma slag upprätthålles för den statliga upplåningen i och med att denna i placeringsbestämmelserna likställes med bostadskrediter.

3.2 Den prioriterade sektorn

Statens omfattande engagemang vid bostadsbyggandets finansiering och i prisbildningen på bostäder utgör ett väsentligt inslag i indexlånemarknadens förutsättningar.[1] I de krav, som uppställes på lånevillkoren för beviljande av statliga tilläggslån och den därmed förbundna räntegarantin för underliggande lån, har staten ett instrument, som torde avgöra indexlåns användbarhet inom det »statsbelånade» fastighetsbeståndet. Genom hyresregleringen och andra hyreskontrollerande åtgärder, dvs. i första hand maximihyror för statsbelånade fastigheter samt allmänna regler för kooperativa och s. k. allmännyttiga företag, kan förekomsten av indexlån vid bostadsfastighetsbelåning i allmänhet regleras i den utsträckning som ökade kapitalkostnader till följd av indexklausul medgives som skäl för hyreshöjning.

Villkoret för beviljande av statliga tilläggslån är för närvarande att bottenlåneräntan ej överstiger en viss procentsats. Det torde vara uppenbart, att detta krav på en i kronor maximerad upplåningsränta ej kan uppfyllas vid indexlån (förutom i det praktiskt sett ointressanta fallet, att indexlånets *nominal*ränta i avtalet är maximerad vid samma gräns). Villkoren för den statliga belåningen måste således i detta avseende ges ett annat innehåll, om indexlån skall kunna förekomma vid finansiering av fastigheter, där man önskar utnyttja den statliga toppkrediten och den därmed förenade garantin beträffande kapitalkostnaderna.

Bostadspolitikens anpassning

Olika uppfattningar kan förvisso återges angående motiven för det räntereglerings system, som utvecklats i samband med samhällets stöd till bostadsfinansieringen via räntesubventionerna. En användbar formulering av dessa motiv skulle dock kunna vara, att räntehållet syftar till att hålla bostadsfastigheternas kapitalkostnader — och därmed hyrorna — på en såsom tillräckligt låg ansedd nivå *utan att* därmed statens kostnader för räntesubventioner erhåller en ur statsfinansiell synpunkt icke acceptabel omfattning.

De faktiskt utgående subventionerna i form av ränteeftergifter är störst under fastighetens första år och minskas sedan successivt. Deras effekt blir att för en begränsad tid utjämna skillnaderna i hyresnivå mellan nybyggda och äldre fastigheter och därmed reducera konsekvenserna av den hyressplittring, som uppträder till följd av stigande byggnadskostnader. (För systemets närmare utformning och innebörd har redogjorts i kap. 5.)

Huruvida bostadsfastigheter kommer

[1] Det ligger i öppen dag att denna problematik är tidsbunden och förändras i anslutning till förändringar i den förda bostadspolitiken. De här diskuterade frågorna har alla den egenskapen, att de i hög grad skulle sakna relevans i en »fri» bostadsmarknad, där samhällets stöd till bostadsfinansieringen och hyresregleringen inte existerade.

att finansieras med indexlån eller ej, blir givetvis i första hand beroende av förhållandet mellan den reglerade penninglåneräntan och indexlåneräntan i en fri marknad samt de förväntningar om indexutvecklingen som råder bland marknadsparterna. Förekomsten av räntereglering och kreditransonering på penninglånemarknaden är därvid inget absolut hinder för indexreglerade bostadslån. Prioriteringen av bostadskrediter vid en given penningränta har närmast den innebörden, att kreditgivarna inte kan påtvinga fastighetsägarna indexlån till räntevillkor, vilka uppfattas som ogynnsammare än villkoren för de penninglån som av kreditpolitiken garanteras inom bostadskreditgivningens totala ram.

Om statsmakterna avser att möjliggöra indexlån vid bostadsfastigheters finansiering krävs dock viss anpassning av bostadspolitiken. Man måste sålunda medge att indextillägg (enligt vissa angivna indexklausuler) räknas till de ökade kapitalkostnader för vilka fastighetsägare har rätt att kompensera sig genom höjda hyror. Detta torde stå i överensstämmelse med den för hyresregleringen normgivande självkostnadsprincipen. För fastigheter under hyresreglering eller hyreskontroll torde ett sådant medgivande vara ett nödvändigt villkor för att indexlån skall kunna användas. För närvarande existerar ett direkt hinder för användandet av indexlån i dessa fastigheter, eftersom statens hyresråd inte velat acceptera ökade kapitalkostnader till följd av indexklausul som skäl för hyreshöjning (enligt utslag den 9 oktober 1960 på besvär av Ester Bremholz över hyresnämnds beslut i mål ang. tilläggskompensation).

Räntegaranti vid indexlån

Vidare måste man utgå från att benägenheten att välja indexlån som finansieringsform blir ringa, om statliga räntesubventioner inte utgår vid indexlån. Med utgångspunkt från önskemålet att i möjligaste mån skapa lika förutsättningar för indexlån och penninglån bör det därför undersökas, hur ett subventionssystem för indexlån under de här givna förutsättningarna skulle kunna utformas. Av utredningarna i kap. 5 framgår, att det för indexlån ideala systemet är en garanti med avseende på realräntans höjd (i kombination med en real hyreskalkyl). Det förefaller dock inte troligt, att man av statsfinansiella skäl skulle vilja införa en sådan garanti utan att samtidigt kunna kontrollera indexlånens räntevillkor. Skälen härför är desamma som kan åberopas för regleringen av penninglåneräntan. Den enda lösning som därmed återstår är att för indexlån tillämpa en rent nominal garanti av samma omfattning som den som gäller för penninglån. Det innebär att staten utfäster sig att via ränteeftergifter på tilläggslånet kompensera även indexlåntagaren för den del av kapitalkostnaden, som ligger mellan garantiräntesatsen för penninglån och den högsta tillåtna penningräntan.

En räntegaranti av detta slag säkerställer inte en viss högsta kapitalkostnad i de indexlånefinansierade fastigheterna. Även om indexlånens räntesatser understiger penningräntan kan indextillägg av sådan storlek uppkomma, att kapitalkostnaderna överstiger penninglåneräntan. Osäkerheten i detta avseende bör innebära, att indexlån, även om de förses med en nominal räntegaranti, blir mindre attraktiva ur låntagarsynpunkt än motsvarande penninglån. Tanken att skapa likartade förutsättningar för valet mellan penning- och indexlån kan sålunda inte helt förverkligas.

Hyrespolitiska syften

Väsentligare än dock att nominalt utformade räntesubventioner vid indexlån knappast kan fylla det hyrespolitiska syfte, som är förbundet med det idag tillämpade räntegarantisystemet, dvs. att utjämna hyresnivån mellan nybyggda och äldre fastigheter. Enligt den analys, som redovisats i kap. 5, borde enbart användandet av indexlån medföra en lägre hyresnivå i de nybyggda fastigheterna. Detta gäller i första hand gentemot äldre, icke subventionerade fastigheter, finansierade med penninglån, men också gentemot nybyggda penninglånefinansierade fastigheter, om indexlåneräntan är lägre än garantiräntan. Ränteeftergifter på tilläggslån aktualiseras därför först vid indextilläggens utbetalning i samband med amortering eller inlösen av indexlån, vilket i allmänhet bör inträffa långt efter det att räntegarantin för fastigheten i fråga upphört att gälla.

Ur hyrespolitisk synpunkt är det föga meningsfyllt att på det angivna sättet subventionera kapitalkostnaderna. Med nuvarande utformning av subventionsbestämmelserna kommer ränteeftergifterna å andra sidan att endast avse under fastighetens första år utbetalda indextillägg. Subventionerna blir därmed effektiva endast för den typ av indexlån, där upplupna indextillägg omedelbart förfaller till betalning. Mot dessa lån har tidigare vissa invändningar riktats, som bl. a. går ut på att de är särskilt olämpliga för fastighetsbelåning. Det gäller både med avseende på fastighetsägarens likviditetssituation och för de hyrespolitiska strävandena, eftersom de tenderar att förstärka hyressplittringen mellan äldre och nybyggda fastigheter i en marknad med självkostnadshyror.

Resultatet av dessa olika överväganden blir att det inte synes vara lämpligt att stimulera en övergång till indexreglerad bostadsfinansiering med dylika metoder. Det grundläggande skälet är detsamma som tidigare redovisats i kap. 5: de bostadspolitiska fördelarna av indexlån kan inte utnyttjas annat än i samband med en övergång till reala normer för hyresreglering och räntegarantier.

Om man härav drar slutsatsen, att statens neutralitet visavi valet mellan penning- och indexlån inte kan sträckas så långt som att avse lika förutsättningar för index- och 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 statliga lån), borde dock — med denna princip en gång etablerad — bostadspolitiska hinder för indexlån *utanför* denna sektor kunna undanröjas. En reform i den riktningen är, som ovan påpekats, att ökade kapitalkostnader till följd av indexklausul medges som skäl för hyreshöjning.

3.3 Indexlån i den oprioriterade sektorn

Förekomsten av indexlån inom den oprioriterade kreditsektorn kan stimuleras, om en uttalad kreditransonering råder och under förutsättning att kreditregleringen inte innehåller någon fysisk kontroll, som direkt diskriminerar indexlån. För det första kan indexlån i detta fall snabbare accepteras och utnyttjas av låntagarna, eftersom indexklausuler kan vara ett verksamt medel att erhålla det ökade kreditutbud, som de av centralbanken förhindras att framkalla medelst höjda räntor på penninglån. Indexlån blir alltså ett nytt

medel i (den ofullständiga) konkurrensen om de knappa krediterna. För det andra kan långivarna utnyttja bristsituationen till att framtvinga en snabbare övergång till indexlån än vad låntagarna i ett läge med fri tillgång till penninglån skulle ha accepterat. Givetvis kan indexlånens villkor inte sättas helt oberoende av marknadsläget: förr eller senare når indexlåneräntan den höjd, där den utgör jämviktsräntan i den meningen att kreditefterfrågan upphör.

Räntereglering

Om uppkomsten av indexlån inom den oprioriterade sektorn skulle leda till en räntestegring, aktualiseras dock kreditmarknadsregleringen ur en annan aspekt. Två — inte särskilt precisa — argument skulle sålunda kunna mobiliseras för uppfattningen, att en okontrollerad räntestegring inom den oprioriterade sektorn inte kan accepteras. Enligt det ena försvåras upprätthållandet av kreditdirigeringen till prioriterade ändamål om spännvidden mellan räntenivåerna på den prioriterade och den oprioriterade marknaden blir för stor. Enligt det andra kan man av sociala och/eller allmänpolitiska skäl inte tillåta, att räntenivån — oberoende av kreditens ändamål — överstiger en viss gräns.

Något ställningstagande till hållbarheten i dessa argument skall inte här göras. Det i detta sammanhang intressanta är dock, att de kan få som konsekvens, att staten 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, dess utformning och egenskaper.

En eventuell ransonering av emissioner på obligationsmarknaden kan inte göras effektiv, såvida inte även emissioner av lån med indexklausul blir föremål för riksbankens kontroll. Uppkomsten av indexlån på obligationsmarknaden blir med andra ord beroende av ett statligt ställningstagande.

Däremot är det inte givet, att ett sådant ställningstagande alltid måste gå i en för indexlån negativ riktning. Den både kvantitativa och kvalitativa kontroll, som upprätthålles över obligationsemissionerna, torde göra det skäligen likgiltigt, huruvida emissionerna är försedda med indexklausul eller ej, så länge de oprioriterade krediterna kan hållas inom ett givet utrymme.

Å andra sidan utsättes indexlånens spridningsmöjligheter för vissa betydelsefulla institutionella begränsningar. Det gäller framför allt sektorn för prioriterade krediter, som i huvudsak torde förbli penninglån. I den mån oprioriterade krediter är föremål för en direkt kontroll med avseende på volym och räntevillkor, krävs statens medverkan för att indexlån skall komma till stånd. Men även om ett sådant medgivande skulle ges t. ex. för indexreglerade obligationslån, kan man knappast göra troligt, att dessa skulle förekomma i någon större utsträckning. Såvida inte indexlån ges någon särskild favör, borde incitamentet för privata låntagare att emittera sådana lån uppstå endast i den mån de ter sig fördelaktigare än penninglån. Statens neutralitet i fråga om låntagarnas val mellan penning- och indexlån innebär med andra ord, att ransoneringselementet här inte fungerar till indexlånens fördel.

Kreditinstitutens roll

Försäkringsbolagens möjligheter att införa realförsäkringar vilar, såsom tidigare påpekats, på förutsättningen av en

indexlånemarknad med tillräcklig omfattning och någorlunda stabila marknadsförhållanden, där utvecklingstendenserna kan bedömas för en relativt lång tid framåt. Även om försäkringsbolagen i en period av överskottsefterfrågan på kredit skulle kunna utnyttja sin starka förhandlingsposition för att få en viss volym indexlån i sina portföljer, förefaller dock detta knappast vara en tillräckligt säker grundval för öppnandet av en realförsäkringsrörelse.

I en reglerad marknad blir indexlånemarknadens framtid osäker av två skäl: dels kan utrymmet för placeringar i indexlån minska genom förändringar av placeringsbestämmelserna (eller utvidgning av räntekontrollen), dels kan de av kreditransoneringen skapade gynnsamma förutsättningarna för indexlån förändras genom en successiv övergång till bättre balans.

Det incitament till införandet av indexklausuler i bankinstituten, som skulle kunna uppstå på grund av konkurrens utifrån om insättarmedlen, torde ävenledes bli mindre i en reglerad marknad. De indexreglerade obligationslån, som eventuellt kan uppstå, torde i ännu mindre grad än i en fri marknad kunna nå en sådan omfattning eller få en sådan karaktär, att allmänhetens placeringsvanor märkbart påverkas.

Sammanfattningsvis kan sägas, att en privat indexlånemarknad utan statligt stöd knappast kan förutspås någon större framgång vid en kreditreglering av den typ och den omfattning, som här antagits råda. Dess utveckling kan komma att avvika från förhållandena i en fri kreditmarknad på så sätt, att volymen indexlån i perioder av särskilt stark kreditransonering företer en viss expansion. Å andra sidan kan indexlånemarknaden, om den kraftigt expanderar (eller framkallar en allmän press uppåt på räntenivån), kollidera med regleringspolitikens målsättningar och hämmas i sin tillväxt genom statliga ingrepp.

4. Penningpolitiken och den privata indexlånemarknaden

Det har i diskussionen kring indexlån gjorts gällande, att en privat lånemarknad av det slag, som här studerats, knappast kan bli en permanent institution, eftersom dess förekomst förr eller senare skulle tvinga staten att själv engagera sig på indexlånemarknaden. Annorlunda uttryckt: om inte staten redan från början är beredd att införliva indexlån i sin upplåning och i sin kreditpolitik, bör de inte, ens som ett experiment, söka möjliggöra och stimulera uppkomsten av indexlån.

Två skäl har i huvudsak anförts för denna ståndpunkt. För det första kommer räntedifferensen mellan de båda marknaderna att av allmänheten uppfattas som ett indicium på vilka prisnivåförändringar som är att vänta. Utan penningpolitiska ingrepp avgöres denna differens av de mest inflationistiskt inriktade marknadssubjekten och kan således bli »överdrivet stor». En aktion från penningpolitikens sida för att minska denna differens vore därför nödvändig. För det andra kan staten under de angivna förutsättningarna inte någon längre tid fortsätta att exklusivt lokalisera sin upplåning till penninglånemarknaden utan att ge det intrycket, att staten själv räknar med en *större* prisstegring än den som motsvarar den föreliggande ränteskillnaden. Den statliga utlåningspolitiken skulle således på det sättet bidra till att ytterligare öka allmänhetens inflationsförväntningar.

Det mest intressanta av dessa båda argument är det sista, eftersom det visar det tvivelaktiga i själva huvudmotiveringen för en statlig passivitet visavi in-

dexlånemarknaden, nämligen önskan att undvika uppkomsten av en »officiell» inflations- eller deflationsförväntan. I och med att en indexlånemarknad existerar, kan varje emission av statslån på penninglånemarknaden uppfattas som en sådan deklaration. Försäkringar om motsatsen, t. ex. att statsfinansiella hänsyn inte spelar någon roll vid valet av upplåningsform, torde inte vara tillräckliga. Statsmakternas enda möjlighet att helt avvärja misstanken, att de inte tror sig om att kunna bevara penningvärdet, är att helt övergå till indexlån vid nyupplåning och konverteringar. Se kap. 10.4 och 13.2.

Räntedifferensen och prisförväntningarna

Det väsentliga är dock, att denna konsekvens av indexlånemarknadens existens endast inträder under vissa förutsättningar. För det första krävs, att en obligationsmarknad för indexlån existerar, vars prisbildning kan tjäna som underlag för jämförelser mellan penning- och realränta. För det andra måste prisbildningsförhållandena vara sådana, att en räntedifferens uppstår, som kan tolkas som ett någorlunda entydigt utslag av prisnivåförväntningar och dessutom ge en uppfattning om denna förväntans storlek och den period, som förväntningarna gäller. För att räntedifferensen skall ge dessa tolkningsmöjligheter, bör i första hand följande förutsättningar vara för handen.

1) Lånen måste ha en någorlunda homogen konstruktion med avseende på kontraktsenhet, indexgarantins omfattning och dess konstruktion. Även om här antas att endast konsumentprisindexlån förekommer, kan dessa dock förete en rad variationer beträffande indexklausulens konstruktion. De kan ha »tak» eller »golv» för garantins omfattning, de kan medge endast partiell kompensation för den årliga indexstegringen och de kan ha speciella toleransintervaller vid indexklausulens tillämpning. Dessa egenskaper, som i en privat indexlånemarknad kan ha en hög frekvens, minskar möjligheterna att lokalisera *en* räntedifferens, som skulle uttrycka antingen allmänhetens eller statens prisnivåförväntan.

2) Indexlånemarknadens prisbildning måste äga en sådan stabilitet, att förändringar i indexlåneräntan med ganska stor säkerhet kan ses som ett uttryck för förändringar i prisnivåförväntningarna. I en marknad, som till följd av sin litenhet kännetecknas av relativt kraftiga kursförskjutningar även vid mindre förändringar i utbuds- och efterfrågeförhållandena, måste osäkerheten i tolkningen av räntedifferensens innebörd bli påtaglig.

Såvitt på grundval av den föregående analysen kan bedömas torde en obligationsmarknad, baserad på privata indexlån, i hög grad ha de under 1) och 2) beskrivna egenskaperna. Skäl finns därför att tro, att existensen av en privat indexlånemarknad, sådan den i avsnitt 3 och 4 beskrivits, inte skulle behöva framkalla något statligt engagemang av ovan angivna motiv. I varje fall gäller det så länge som indexlånemarknaden endast utgör sporadiska inslag i kreditgivningen och inte blivit ett mera reguljärt inslag på kreditmarknaden. Skulle detta inträffa och indexlån således visar sig vara en ändamålsenlig och livsduglig låneform, torde det å andra sidan vara dags att på den grunden ompröva statsmakternas inställning till indexlånemarknaden som operationsfält för penningpolitiken.

KAPITEL 13

Penningpolitik i en dubbel kreditmarknad

Inledning

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. Argument för en dylik inställning återfinnes bl. a. i kap. 12. Det är således tänkbart att indexlån inte spontant kommer till stånd, även om de tekniskt-legala förutsättningarna för låneavtal med indexklausul existerar, *eller* att en privat indexlånemarknad kännetecknas av starkt fluktuerande kurser, varigenom dess utveckling hämmas. Även om dessa farhågor skulle visa sig oberättigade, kan indexlånemarknadens utveckling hämmas av en utbredd motvilja bland de privata låntagarna att engagera sig i indexlånekontrakt, baserad på misstro mot en ny och oprövad låneform. Ringa omsättning och låga realräntor skulle i sådant fall kunna råda på indexlånemarknaden. I båda fallen kan svårigheter uppstå att introducera indexklausuler i bank- och försäkringsväsende.

De upplysningar om statens beteende på indexlånemarknaden, som erhålles från dessa utgångspunkter, blir med nödvändighet ganska vaga. Centralbankens[1] operationer bör inriktas på att bemöta tendenser till kursfluktuationer på indexlånemarknaden. Denna kursstödjande politik bör också föras i syfte att undvika »alltför 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 centralbanken att avgöra med hänsyn till de i varje enskilt läge rådande samhällsekonomiska och kreditpolitiska förutsättningarna. Den väsentliga effekten av centralbankens aktivitet på indexlånemarknaden kan bli att tilltro skapas till dess stabilitet och fortsatta bestånd utan att därför all osäkerhet om utvecklingstendenserna på kort sikt kan avskaffas. Under alla förhållanden måste centralbanken ha samma utrymme för en rörlig räntepolitik på indexlånemarknaden som på penninglånemarknaden. (Denna regel har dock undantaget att balansrubbningar till följd av allmänna förväntningsförskjutningar bör neutraliseras genom förändringar av penningräntan, se nedan avsnitt 4.2.)

Målet att nå en viss omfattning av indexlånemarknaden 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 diskuterats i kap. 5, kan det bli pen-

[1] För enkelhets skulle användes i fortsättningen beteckningen »centralbanken» för att karaktärisera de olika aktiviteter, som utövas av samtliga penning- och kreditpolitiska organ och myndigheter, dvs. i första hand riksbanken och riksgäldskontoret.

ningpolitikens 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.

1. Jämviktsmarknaden

1.1 Förutsättningar

För de följande resonemangen gäller den allmänna förutsättningen, att statens kreditpolitik bedrives med generellt verkande medel i form av diskontopolitik och marknadsoperationer. Den totala kreditvolymen, likviditetssituationen i bankerna etc. regleras således med endera eller båda av dessa metoder. Definitionsmässigt blir detta en jämviktsmarknad, vilket alltså betyder att något efterfråge- eller utbudsöverskott på kredit inte blir bestående utan mer eller mindre omedelbart neutraliseras genom förändringar av räntenivå och/eller kreditvolym. Den penningpolitiska problematiken i ett läge med bestående efterfrågeöverskott på kredit och åtföljande kreditransonering behandlas i ett senare avsnitt.

Det bör framhållas, att jämvikten på kreditmarknaden inte säger något om den samhällsekonomiska situationen i stort, dvs. läget på varu- och faktormarknaderna. Även under den angivna förutsättningen kan sålunda motivet för införandet av indexlån vara av stabiliseringspolitisk art, t. ex. att man för att reducera den totala efterfrågan vill erhålla ett ökat enskilt sparande.

1.2 Marknaden för statslån

Det första problem, som centralbanken ställs inför vid introduktionen av indexreglerade statsobligationer, är valet av räntesats och övriga lånevillkor. Om man betraktar det statliga upplåningsbehovet som en utifrån given storhet, ligger det otvivelaktigt närmast till hands att avmäta de erbjudna avkastningsvillkoren med tanke på den aktuella upplåningens storlek: man väljer den räntesats på reallån som man tror är tillräckligt hög för att lånet skall kunna placeras. Det blir således fråga om en bedömning av marknadsläget, varvid valet av realränta uttrycker centralbankens uppfattning om allmänhetens benägenhet att — vid en given penningränta — efterfråga statliga indexlån.

Det totala statliga upplåningsbehovet kan dock knappast ensamt bestämma omfattningen av operationerna på indexlånemarknaden. Den statliga upplåningen sker sålunda i flera olika former, där den väsentliga skillnaden är lånens löptider: från skattkammarväxlar på i allmänhet högst ett år till obligationer med löptider på 10—20 år och mera. Denna fördelning av statsskuldens placering måste antas dels bero av statsverkets likviditetsbehov i varje läge dels också återspegla långivarnas behov av tillgångar med varierande löptider. Från ett tänkt optimalt läge kan upplåningens fördelning med avseende på löptiderna inte förändras utan att antingen statsverkets likviditetssituation försvåras eller också upplåningskostnaderna ökar.

Såsom i olika sammanhang framhållits, borde värdet av låneavtals indexreglering öka med kontraktets längd. Även om inga tekniska hinder föreligger att indexreglera också mycket korta kontrakt kan det visa sig att kostnaderna och besväret med indexregleringen inte uppväges av fördelarna (dvs. någon nedsättning av räntan, tillräcklig för att motsvara dessa kostnader, erhålles inte). Det är i och för sig inte möjligt att på förhand avgöra var gränsen går mellan för indexreglering lämpliga resp. icke lämpliga kontraktsformer (även om en indexreglering av t.ex. tremånaders växlar ter sig föga ändamålsenlig). Det i detta sammanhang väsentliga är dock att centralbankens bedömning av allmänhetens benägenhet att efterfråga indexlån också måste ta hänsyn till hur denna benägenhet beror av kontraktslängden. Det är sålunda

tänkbart, att övergången till indexlån innebär en ökad benägenhet från allmänhetens sida att acceptera längre löptider (vilket skulle förutsätta en tidigare motvilja mot långa engagemang till följd av penningvärdeosäkerheten). Innebörden härav är att staten, om så befinnes önskvärt, kan förskjuta nyupplåningen i riktning mot kontrakt med längre löptider.

Det sagda leder till slutsatsen, att centralbanken även efter övergången till indexlån kan komma att bedriva kort upplåning på penninglånemarknaden, om inte annat så av rent praktiska skäl, samtidigt som fördelningen mellan upplåningen i penning- resp. indexlån inte är given utan beror av de erbjudna räntevillkoren och det förtroende som kan skapas för indexlån som långfristig placeringsform. På kort sikt förefaller det dock troligt att andra problem än statsskuldens tidsfördelning kommer att dominera penningpolitiken vid indexlån. För enkelhets skull antar vi i fortsättningen att operationerna i indexlån avser obligationsmarknaden.

Upplåningspolitiken

Innehållet och villkoren för centralbankens operationer kan inte tillfredsställande beskrivas enbart med utgångspunkt från dess uppgift att bereda utrymme för statens upplåning på obligationsmarknaden. Om centralbanken[1] dessutom har att minimera kostnaderna för statsskuldens förvaltning och har bildat sig en uppfattning om den framtida indexstegringens storlek, kan statsfinansiella hänsyn motivera att utbudet av indexlån fortsätter även sedan det aktuella upplåningsbehovet tillgodosetts *eller* att det upphör redan innan denna punkt nåtts.

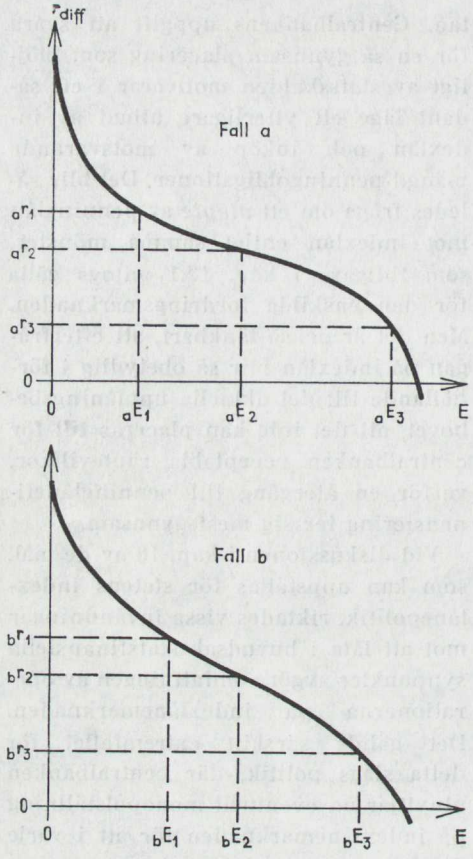
Det kan således visa sig att efterfrågan på indexlån är så stor, att indexlånemarknaden absorberar en större mängd obligationer än vad som motsvarar upplåningsbehovet och detta vid en räntenivå, som är så låg att kostnaderna för indexlån, även med hänsyn tagen till den av centralbanken förväntade indexstegringen, understiger penningräntan. Centralbankens uppgift att svara för en så gynnsam placering som möjligt av statsskulden motiverar i ett sådant läge ett 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 i kap. 12.1 antogs gälla för den enskilda fordringsmarknaden. Men det är också tänkbart, att efterfrågan på indexlån blir så obetydlig i förhållande till det aktuella upplåningsbehovet, att det inte kan placeras till för centralbanken acceptabla räntevillkor, varför en återgång till penninglånefinansiering ter sig mest gynnsam.

Vid diskussionen i kap. 10 av de mål, som kan uppställas för statens indexlånepolitik, riktades vissa invändningar mot att låta i huvudsak statsfinansiella synpunkter avgöra omfattningen av operationerna på indexlånemarknaden. Det gällde särskilt extremfallet för detta slags politik, där centralbanken utnyttjar en eventuell monopolställning på indexlånemarknaden för att i varje läge frampressa de mest gynnsamma räntevillkoren. Å andra sidan blev statsfinansiella hänsyn ett argument mot den typ av räntepolitik, där centralbanken i sin räntesättning uppträder som om penningvärdet inte kunde förändras. Om inflationsförväntningar allmänt råder, måste detta kräva vidlyftiga marknadsoperationer med en ur kostnadssynpunkt föga rationell statlig förmögenhetsbalans som resultat.

Marknadsoperationer

I och med att man inte kan bortse från att statsfinansiella restriktioner gäller för centralbankens uppträdande på in-

[1] Det bör erinras om att centralbanken här är den gemensamma benämningen på samtliga kreditpolitiska organ, således även riksgäldskontoret.



r_{diff} = Differensen mellan penning- och realränta
E = Efterfrågad mängd reallån
$a r_1 = b r_1$
$a r_2 = b r_2$
$a r_3 = b r_3$

Diagram 13:1 Efterfrågekurvor på reallånemarknaden.

Prisförväntningarna är i båda fallen symmetriska. Förväntningarnas spridning är emellertid mindre i fall a än i fall b. Räntedifferensen r_2 ger samma efterfrågan i båda fallen. Men avvikelser från denna räntedifferens ger större förändringar i efterfrågan i fall a än i fall b.

dexlånemarknaden — ehuru dessa restriktioner kan vara mer eller mindre stränga — skall vi till en början studera operationerna på indexlånemarknaden när deras omfattning blir beroende av i första hand förhållandet mellan centralbankens och den obligationsköpande allmänhetens förväntningar. För att schematiskt illustrera de grundläggande samband, som härvid råder, skall den förenklade modell för indexlånemarknadens funktionssätt användas, som tidigare beskrivits i kap. 12.2.

Diagram 13:1 innehåller två exempel på efterfrågekurvor. De återger den mängd realobligationer, som efterfrågas vid olika storlek av differensen mellan penningränta och realränta. Vi utgår nu ifrån att centralbanken är beredd att sälja indexlån till dess att realräntan nått en sådan nivå, att den förväntade avkastningen på penning- och indexlån är lika stor. Om centralbanken förväntar sig en starkare inflation än flertalet marknadssubjekt och dess förväntningar således motsvara räntedifferensen r_1 i diagrammet, skulle den avbryta försäljningen av realobligationer vid obligationsmängden E_1. Har centralbanken å andra sidan svagare inflationsförväntningar än marknadssubjekten i allmänhet, bör dess operationer kunna utsträckas till att omfatta obligationsmängden E_3.

De två i diagram 13:1 återgivna efterfrågekurvorna avviker från varandra i det avseendet, att den interpersonella spridningen av förväntningarna är avsevärt större i fall b) än i fall a). Det avser att visa, att på en marknad med stor förväntningsspridning är efterfrågan vid räntedifferenser över genomsnittsförväntan större än på en marknad med ringa förväntningsspridning. Dessutom är efterfrågereaktionen på marknaden med liten förväntningsspridning kraftigast, när räntedifferensen fluktuerar kring genomsnittsförväntan, medan efterfrågan vid stor förväntningsspridning reagerar kraftigast när räntedifferensen ändras från nivåer på större avstånd från genomsnittsförväntan. I båda fallen förutsätts symmetriska förväntningar. Vid icke-symmetrisk förväntningsspridning, t.ex. övervägande starkt inflationistiska förväntningar, se diagram 12:2, fall b), gäller dock i stort sett samma resonemang. I vissa lägen kan således inte endast storleken av allmänhetens förväntningar utan även den

internationella förväntningsspridningen bli av betydelse för takten i indexlånemarknadens utveckling och dess prisbildning.

En principiell fråga är vilken räntepolitik som skall föras under den beskrivna processen. Ett alternativ är att söka utnyttja spridningen av marknadssubjektens förväntningar för att — vid en oförändrad penningränta — successivt höja realräntan upp till den nivå, där den av centralbanken förväntade avkastningen är densamma på penning- och indexlån. Det har dock redan tidigare invänts, att detta slags politik riskerar att motverka sitt eget syfte, eftersom förväntningar om framtida räntehöjningar kan få hela processen att avstanna i avvaktan på en högre realräntenivå. En något snävare men mera ändamålsenlig tolkning av den statsfinansiella restriktionen på centralbankens handlande är därför, 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. (Ang. motiv för ytterligare begränsningar av utrymmet för statsfinansiella hänsyn, se nedan).

Det bör i sammanhanget också framhållas, att inte heller centralbanken med full säkerhet kan bedöma om upplåning mot indexlån blir billigare eller dyrbarare än penninglån. Huruvida dess ränte- och upplåningspolitik på indexlånemarknaden varit lönsamma operationer, kan sålunda avgöras först i efterhand.

Andra alternativ för räntepolitiken är dock tänkbara. Det kan sålunda hävdas, att centralbanken, sedan man väl beslutat sig för att introducera indexlån i stor skala, bör avstå från inblandning i penninglånemarknadens prisbildning. Motivet för en dylik passivitet på penninglånemarknaden har tidigare i olika sammanhang spelat en roll vid diskussionen av indexlånepolitikens utformning. Det gäller de eventuellt negativa effekterna av att centralbanken tar ansvaret för räntedifferensen och därmed deklarerar en officiell prisnivåförväntan.

Ambitionen att undvika ökade inflationsförväntningar bland allmänheten skulle dock i detta läge snarare vara ett argument *för* samtidiga operationer på båda marknaderna. Det utbud av nominalobligationer, som föranleds av allmänhetens strävan att utbyta dem mot indexlån, kan knappast absorberas av marknaden utan räntehöjningar. Resultatet blir inte endast en ökad räntedifferens. Också indexlånemarknadens utveckling kommer att fördröjas, eftersom den då kommer att bero av takten i den totala obligationsefterfrågans tillväxt (samt statsskuldens normala konverteringstakt). Snarare bör transformeringen av statsskulden till indexlån tolkas som om möjligheterna att stabilisera penningvärdet ökat.

Situationen kan bli en annan, om centralbanken bedriver *upplåning* på penninglånemarknaden i ett läge, då realräntan är lägre än penningräntan. Även om man på längre sikt vill koncentrera upplåning och andra operationer till indexlånemarknaden, bör således uppköp av utelöpande penningobligationer i samband med övergången till indexlån vara en rationell åtgärd.

Räntedifferensen

Frågan är då hur centralbankspolitiken skall utformas sedan utbytet av penninglån mot reallån drivits så långt, att den ur statsfinansiella synpunkter minsta möjliga räntedifferensen etablerats. Vi kan anta att detta inträffar vid räntedifferensen r_2 och obligationsmängden E_2 i diagram 13:1. I det läget har såle-

des ungefär hälften av den utelöpande obligationsmängden utbytts mot indexlån. Vid stabila förväntningar bör också efterfrågan på nya fordringar vara på samma sätt fördelad mellan penning- och indexlånemarknaden.

För att öka indexlåns andel av den totala obligationsmängden — antingen det sker genom konverteringar eller nyemissioner — krävs en ytterligare sammanpressning av räntedifferensen. Om centralbanken inte vill acceptera en dylik ränteutveckling, måste den placera en del av sin nyupplåning på penninglånemarknaden. Den dubbla kreditmarknaden skulle därmed ha nått det läge, som tidigare beskrivits i kap. 12.1 för den privata fordringsmarknaden. Vid oförändrade räntor och förväntningar är den utelöpande obligationsmängdens fördelning mellan penning- och indexlån i stort sett konstant, vilket alltså också betyder att frekvensen indexlån i nytillskottet av fordringar också är oförändrad.

För centralbankens marknadsoperationer innebär den ovan beskrivna situationen, att en del av statens upplåning 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.

Efterfrågefunktionens utseende kan få betydelse för hur långt räntedifferensen måste utjämnas innan indexlånemarknaden nått en tillfredsställande omfattning. Är den interpersonella förvätningsspridningen ringa [såsom i diagram 13:1. a)] kan efterfrågan på indexlån i vissa lägen växa mycket snabbt även vid måttliga förskjutningar av räntedifferensen [t. ex. från obligationsmängden aE_2 till mängden aE_3 i diagram 13:1. a)]. Är förväntningsspridningen betydande, krävs avsevärt större ingrepp i den relativa prisbildningen för att indexlån skall nå en större andel av kreditmarknaden. Det senare fallet kan också tolkas som att värderingen av indexlåns riskegenskaper inte är så starkt positiv, att man i allmänhet är beredd att helt utesluta penninglån från sina tillgångar.

1.3 Marknaden för privata lån

Det i sammanhanget väsentliga är dock, att centralbanken knappast kommer att ha den handlingsfrihet med avseende på valet av differens mellan penning- och realränta, som ovan förutsatts. Hittills har resonemanget förts utan hänsynstagande till den privata fordringsmarknadens existens. Om man kunde anta, att låntagarna företog uppköp av penninglån och utbud av indexlån i samma takt och med samma preferenser som centralbanken, skulle slutsatserna fortfarande gälla. Något skäl för ett dylikt antagande kan dock inte föreligga. Två principfall för utvecklingen på den privata fordringsmarknaden skall anges för att illustrera problematiken.

Låntagarnas attityder

Vi antar först att prisförväntningar och riskattityder hos innehavarna av privata fordringar och skulder är identiska och att en övergång till indexlån skett enligt det schema, som redovisades i kap. 12.1. Om efterfråge- och utbudsfunktionerna har den form, som återges i diagram 13:1. a), har en räntedifferens etablerats som svarar mot den

genomsnittliga eller representativa förväntan hos allmänheten. Vi antar vidare att det finns en relation mellan räntenivån på den statliga och privata fordringsmarknaden, som återspeglar skillnaden i kreditrisk.

Om centralbanken i det beskrivna läget vid oförändrad penningränta introducerar indexlån med räntesatser, som är högre än realräntenivån på den privata fordringsmarknaden (sedan hänsyn tagits till ränteeffekten av skillnaden i kreditrisk), kommer efterfrågan på privata fordringar över huvud att minska och efterfrågan på statliga indexlån får ett extra tillskott i form av en överströmning från den privata kreditmarknaden. Denna efterfrågeökning kan vid oförändrad realränta inte absorberas utan en ökning av den totala mängden utelöpande statslån (eftersom centralbanken i detta fall inte kan kompensera försäljningen av reallån med inköp av motsvarande mängd statliga nominallån). Åtminstone så småningom måste därför skillnaden i realräntenivå mellan den statliga och privata fordringsmarknaden utjämnas genom en sänkning av statsobligationernas realränta.

Räntepolitikens beroende av framför allt de privata låntagarnas attityd till indexlån kan bli en hämmande faktor, om det skulle visa sig att benägenheten att låna mot indexklausul blir förhållandevis liten. Ett ringa utbud av privata indexlån skapar låga realräntor på denna del av kreditmarknaden och ökar samtidigt efterfrågetrycket på den statliga fordringsmarknaden. Resultatet kan bli en mycket låg realränta över hela indexlånemarknaden och åtföljande begränsning av omsättningen. Indexlånemarknadens vidareutveckling kan i så fall få vänta på en ökad benägenhet från de privata låntagarnas sida att låna upp mot indexklausul.

Centralbanken som clearingorgan

Centralbanken har dock vissa möjligheter att ingripa mot dylika stagnationstendenser. Den kan nämligen sälja indexlån till en förhållandevis hög realränta — högre än vad låntagarna vid den givna penningräntan i allmänhet är beredda att betala — 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 centralbanken, som i stället ökar utbudet av indexlån i motsvarande mån. I praktiken innebär denna typ av marknadsoperationer, att centralbanken ställer sig som ett slags clearingcentral mellan de privata låntagarna och långivarna: 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 åsyftar att helt utjämna skillnaden mellan penning- och realräntenivån, knappast kan försvaras av statsfinansiella skäl. Vid en mycket liten räntedifferens kan även en måttlig inflation göra hela operationen till en jättelik subvention av kredittransaktioner i allmänhet. För att metoden skall kunna användas måste räntedifferensen vara sådan, att clearingförfarandet kan försvaras även ur statsfinansiella synpunkter. Det bör dessutom ha karaktären av ett övergångsarrangemang. Idén är sålunda tillämplig främst i det fall då räntedifferensen tenderar att bli överdrivet stor på grund av de privata låntagarnas misstänksamhet mot den nya låneformen, baserad t. ex. på en överskattning av indexregleringens kostnader. Clearingmetoden

skulle därför kunna användas i avvaktan på kreditmarknadens anpassning. Denna anpassning kan eventuellt påskyndas om låntagarna upptäcker att deras kreditbehov avsevärt mera friktionsfritt kan tillgodoses direkt på indexlånemarknaden.

Ett helt analogt resonemang kan föras, när det gäller en introduktion av indexklausuler i bankernas inlåning orsakad av en önskan att bromsa överföringen av insättarmedel till realobligationsmarknaden. Det kan därvid visa sig att räntan på den indexreglerade inlåningen — för att kunna konkurrera med obligationsmarknadens realränta — måste sättas så högt, att svårigheter uppstår att erhålla motsvarande mängd indexreglerad utlåning. Det ovan beskrivna clearingsystemet aktualiseras därmed också för bankernas del med samma syfte och under samma förutsättningar som ovan angavs.

Tanken har för övrigt redan tidigare diskuterats i samband med analysen av strukturproblemen på bankkreditmarknaden vid övergången till indexlån (kap. 11.4.3). Det gällde där i första hand en clearing av index- och penninglån mellan affärsbanker och sparbanker till följd av banksystemens olika utlåningsinriktning.

1.4 Kreditmarknadsinstitutionernas roll

Den i föregående avsnitt tillämpade teoretiska modellen avviker från verkligheten åtminstone i ett väsentligt avseende. Förutsättningen att den utelöpande mängden penninglån utan friktioner kan utbytas mot indexlån är sålunda inte realistisk. I stället får man förutsätta att det finns betydande trögheter i denna substitutionsprocess. Det innebär i första hand att den kommer att pågå under en längre tid och att efterfrågan på indexlån i kortsiktsperspektivet blir avsevärt mindre än vad tidigare antagits.

En ofrånkomlig tröghetsfaktor är fordringars varierande grad av likviditet på grund av avtalsformer, som reducerar eller helt utesluter möjligheten till överlåtelse. Detta gäller särskilt revers- och inteckningslånemarknaden. En eventuell övergång till indexlån torde här ske först i den takt som lån amorteras eller konverteras. Möjligheterna att överföra den existerande fordringsmängden till indexlån är störst vid obligationer, förlagslån samt bankfordringar.

Den omständighet, som främst rubbar det tidigare analysschemat, är dock kreditmarknadsinstitutionernas existens. Endast en ringa del av kredittransaktionerna sker sålunda vid direkta avtal mellan de slutliga långivarna och låntagarna, dvs. i princip hushåll och företag. Den allra största delen förmedlas genom bankinrättningar, enskilda och offentliga försäkringsanstalter, hypoteksinstituten m. fl. kreditförmedlande organ. Deras reaktionssätt kan därför bli av avgörande betydelse för indexlånemarknadens egenskaper och utvecklingsmöjligheter.

Vår kreditmarknadsstatistik tillåter inte någon exakt uppskattning av hur stor del av marknadens omslutning, som utgöres av direkta avtal eller transaktioner mellan de slutliga låntagarna och långivarna, resp. den del som förmedlas av olika institut. Ur kreditmarknadsmatriser för åren 1955—1960, som gjorts av 1959 års långtidsutredning (Svensk ekonomi 1960—1965, Bilaga 5, SOU 1962:11), kan dock vissa upplysningar hämtas, som antyder storleksordningen av dessa relationer. Den totala omslutningen på kreditmarknaden (inkl. aktiemarknaden) uppgick under dessa 6 år till sammanlagt 25,8 miljarder kronor. Hushållens och företagens nettoinköp av obligationer var under samma tid ca 1 miljard

kronor, deras aktieköp 1,2 miljarder, dvs. tillhopa ca 2,2 miljarder. Företagens (inkl. bostadsbyggandet) sammanlagda nettoupplåning under perioden utgjorde ca 18,4 miljarder. Härav placerades direkt på obligationsmarknaden (netto) endast ca 300 miljoner och på aktiemarknaden ca 1,1 miljard. En antydan om var den utelöpande statsskulden i form av obligationer ligger erhålles vidare genom kreditmarknadsinstitutens redovisning av sitt obligationsinnehav. Beträffande statsobligationer torde detta kunna uppskattas till ca 10 miljarder (hos banker och försäkringsbolag) vid utgången av år 1959 medan den utelöpande obligationsskulden vid samma tidpunkt redovisas vara ca 13 miljarder. Skillnaden mellan dessa tal minskas om hänsyn tas till att kreditinstitutens redovisning i allmänhet avser bokförda värden av obligationsinnehavet.

Konkurrensläget

Den tänkbara reaktionen bland banker och försäkringsbolag inför uppkomsten av en indexlånemarknad har tidigare diskuterats i kap. 11. De slutsatser som därvid nåddes rörande deras benägenhet att införa indexklausuler i sin verksamhet var i stort sett följande. För bankerna synes det mest troliga vara att deras attityd till indexlån blir beroende av om en överströmning av insättarmedel sker till obligationsmarknaden och om indexklausuler introduceras i konkurrerande instituts inlåning, t. ex. i form av realförsäkringar. Försäkringsbolagens möjligheter att utfärda reala åtaganden måste i sin tur antas vara beroende av om ett tillräckligt underlag för värdesäkra placeringar finnes och om indexlånemarknadens framtidsutsikter är sådana att långsiktiga värdesäkringsåtaganden kan göras. I båda fallen beror således dessa instituts beteende av hur centralbanken lyckas med uppgiften att nå en förhållandevis stor omslutning av indexlånemarknaden till stabila och inte alltför låga realräntor.

I inledningsskedet — när osäkerheten i de ovan angivna avseendena kan vara betydande — är det tänkbart att de kreditförmedlande instituten intar en avvaktande attityd och inte omedelbart engagerar sig i mera omfattande värdesäkringsåtaganden. I och med att deras skulder sålunda kan antas i stort sett bibehålla sin nominala karaktär förefaller det mindre troligt att de i någon större utsträckning vill ändra på tillgångarnas sammansättning. Detta utesluter inte att kreditinstituten är villiga att köpa indexlån — varvid särskilt försäkringsbolagen torde ha lättare än bankerna att acceptera indexreglerade fordringar som täckning för nominala skulder, se kap. 11. Deras nominala förräntningsåtaganden torde dock medföra att de ställer relativt höga förräntningskrav eller också föredrar att begränsa andelen indexlån av de totala tillgångarna.

Allmänhetens reaktioner

Under de angivna förutsättningarna måste efterfrågan på de statliga indexlånen högst avsevärt reduceras i förhållande till vad som antogs gälla i föregående avsnitt. I den mån denna efterfrågan härrör ur allmänhetens (i betydelsen hushåll och företag) direkta innehav och köp av värdepapper, borde den kunna tillgodoses inom ramen för statens normala upplåningsverksamhet även vid en förhållandevis hög realränta. Detta gäller dock endast under förutsättningen, att allmänhetens placeringsvanor inte i mera märkbar utsträckning påverkas av indexlånens införande. Den tidigare beskrivna omplaceringseffekten av indexlån bör bli förhållandevis obetydlig vid räntediffe-renser som någorlunda motsvarar den genomsnittliga prisnivåförväntan på marknaden.

Det förefaller troligt att utbudet av privata indexlån till en början får ringa omfattning. Möjligheterna att utbyta existerande penninglån mot indexlån föreligger sålunda i allmänhet endast för de låntagare, som har obligationsskulder. Vid revers- och inteckningslån begränsas utbytbarheten antingen det är fråga om direkta avtal eller sådana krediter som förmedlats av hypoteksinstitut. På bankkreditmarknaden bestäms förekomsten av indexlån av bankernas politik. Över huvud måste dessutom benägenheten att emittera indexlån minska desto högre realränta som råder på den statliga fordringsmarknaden.

Det bör dock erinras om svårigheterna att förutse beteendet bland i första hand låntagarna på bostadsområdet. Förekomsten av stora bostadsförvaltningsföretag gör sålunda, att en positiv attityd från deras sida till indexlån snabbt kan förändra situationen. Detsamma gäller de stora hypoteksinstituten, som torde ha vissa möjligheter att genom ändrad upplåningspolitik på obligationsmarknaden påverka övergången till indexlån bland sina låntagare.

Det sagda betyder dock inte, att den privata fordringsmarknaden utanför bankerna skulle lämnas helt opåverkad av indexlånens uppkomst. Allmänheten kan således sälja ut en del av sina fordringar på privata gäldenärer och/eller minska sin efterfrågan på dylika fordringar för att kunna köpa statliga indexlån. Av skäl som tidigare redovisats måste denna efterfrågeminskning i allmänhet avse obligationsmarknaden och dessutom vara ganska obetydlig. Såvida den inte utan ränteförändringar absorberas av den privata fordringsmarknaden, borde därför inga större svårigheter föreligga för centralbanken att neutralisera denna åtstramningseffekt genom marknadsoperationer av det slag, som diskuterades i föregående avsnitt.

Det sagda kan sammanfattas sålunda. De institutionella placerarnas avvaktande hållning till indexlån innebär att indexlånemarknaden i inledningsskedet företrädesvis lokaliseras till statens upplåning men att denna marknad samtidigt — trots sin begränsning — kan antas uppvisa stabila och relativt höga realräntor. Centralbanken skulle med andra ord kunna tillgodose allmänhetens direkta efterfrågan på värdesäkra indexlån utan att därför balansen på den privata fordringsmarknaden märkbart rubbades.

Utvecklingstendenser

En rad omständigheter tyder dock på att den avvaktande hållningen från de kreditförmedlande institutens sida inte kan bli bestående någon längre tid. Det borde sålunda finnas institut med kapitalförvaltande uppgifter, försäkringsbolag, pensionsstiftelser och andra, vilka har en stark benägenhet att i sina åtaganden gentemot uppdragsgivarna införa reala moment. Även om de i utgångsläget till följd av den då rådande dominansen av nominala åtaganden intar en avvaktande hållning till indexlån, blir deras situation i valet mellan penning- och indexlån en annan, om de i sin inlåningsrörelse introducerar någon form av indexklausuler. Framför allt förskjuts deras preferenser när det gäller värderingen av de båda låneformernas riskegenskaper: för den del av inlåningen, som sker mot indexklausul, måste en motsvarande placering i indexlån te sig som nära nog ofrånkomlig, i varje fall när åtagandena är av långfristig karaktär.

Förekomsten av en indexlånemarknad, för vilken staten visar ett positivt

intresse, borde stimulera kapitalmarknadsinstituten till dylika reformer. Särskilt utsatta för påverkan kan de institut bli, som i sin kapitalanskaffning arbetar under mer eller mindre marknadsmässiga former. För deras del kan den statliga indexupplåningen innebära en konkurrens om spararnas placeringar.

För kreditinstituten kan penningpolitikens inledande framgång med att stabilisera realräntan på en relativt hög nivå innebära ett dilemma. Ju högre indexlåneräntan är i förhållande till penningräntan, desto starkare bör incitamentet att införa reala garantier i inlåningen vara. Hos vissa institut, som arbetar under marknadsmässiga förutsättningar, utgöres incitamentet av en sjunkande benägenhet att efterfråga deras tjänster, hos andra av en direkt press från uppdragsgivarna (delägarna) på de beslutande organen. Samtidigt kan det av marknadssituationen framgå, att en kraftig ökning av efterfrågan på värdesäkra placeringar måste medföra en betydande sänkning av realräntan. Särskilt för de institut, vilka har att avvärja en direkt konkurrens från indexlånemarknaden, kan vid fixeringen av ränteåtagandena en svårlöslig konflikt uppstå mellan rådande och förväntade räntesatser på indexlån.

Bankerna kan i den beskrivna processen komma att spela en strategisk roll. Även för deras del borde indexlånemarknadens uppkomst och dess avkastningsvillkor få vissa konsekvenser i form av omplaceringar från penninginlåning till statliga realobligationer eller eventuellt andra former för långfristiga reala placeringar. Såsom tidigare framhållits bör en dylik tendens förstärkas av en relativt hög realränta.

Den övergång till realplaceringar, som skulle följa av att indexreglerade insättningsmöjligheter i bankerna uppstod, kan nu av olika skäl antas bli till omfånget väsentligt större än motsvarande förskjutning på övriga instituts skuldsida. Det förefaller troligt i första hand därför att detta slags placeringar intar den ojämförligt största platsen bland hushållens och företagens finansiella fordringar, i andra hand därför att rörligheten i placeringsvalet här kan antas vara avsevärt större än t. ex. inom försäkringssektorn.

Bankernas balansproblem

En mycket betydelsefull fråga blir därför vilka åtgärder bankerna kommer att företa i syfte att säkerställa sitt behov av indexlån på tillgångssidan. I ett expertyttrande angående värdebeständigt banksparande (bilaga 3) förutsättes detta huvudsakligen ske genom introduktion av indexklausuler i institutens direkta utlåning. I den ovan skisserade situationen med en i förhållande till låntagarnas värderingar alltför liten differens mellan penning- och realränta, skulle bankerna dock inte kunna förse sina indexreglerade inlåningsräkningar med från konkurrenssynpunkt effektiva avkastningsvillkor utan att möta ett betydande motstånd mot indexlån på utlåningssidan. Övergångsproblem av liknande slag har också förutsetts i den nämnda promemorian. Den lösning som där anvisas är i stort sett att den indexreglerade inlåningen i bankerna strikt ransoneras och mottas endast i den utsträckning som plats kan beredas för utlåning mot indexklausul.

Å andra sidan kan en dylik ransonering knappast sägas stå i samklang med de motiv, som här antagits ligga bakom införandet av indexkonton, nämligen behovet att avvärja konkurrensen om insättarnas medel från indexlånemarknaden i övrigt. Skulle bankerna vilja

konkurrera på lika villkor med t. ex. staten borde därför övergången till indexkonton ges avsevärt större frihet, varvid den nödvändiga balansen på tillgångssidan måste skapas genom ökade placeringar i indexobligationer.

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 öka räntedifferensen. Skulle detta leda till en betydande sänkning av indexlåneräntan, kan kapitalmarknadsinstitutens relationer till kunder och uppdragsgivare utsättas för vissa påfrestningar om en alltför snar reduktion av tidigare erbjudna villkor måste vidtagas.

Balanserad expansion

En utveckling av detta slag skulle dock med en annan politik från centralbankens och kapitalinstitutens sida kunna undvikas. Den antas sålunda skola uppkomma i och med att penningpolitiken inriktas på att nå en så hög realränta som krävs för att centralbankens utbud av indexlån skall finna avsättning inte bara hos »allmänheten» utan också bland de kapitalförvaltande instituten. Detta i och för sig balanserade läge kan snabbt förbytas i sin motsats, om en omfattande övergång till indexklausuler i dessa instituts inlåning framtvingas av det nya konkurrensläge, som skapats via indexlånemarknadens uppkomst.

I syfte att reducera övergångsproblemen och säkerställa en smidigare anpassning från olika håll till den nya marknaden borde man därför försöka se till att värdesäkra placeringsmöjligheter i olika institutionella former uppstår ungefär samtidigt med centralbankens introduktion av indexlån. De kapitalförvaltande och kreditförmedlande instituten bör med andra ord vara beredda att redan i inledningsskedet leverera någon form av reala åtaganden utan att avvakta en direkt påverkan från indexlånemarknaden i form av störningar i sin inlåning. Introduktionen av indexlån borde sålunda föregås av ett direkt samarbete mellan staten och berörda institut för att klarlägga förutsättningarna för en gemensam och såvitt möjligt samtidig aktion i indexlånefrågan.

Avpassas räntevillkoren för indexlån redan i inledningsskedet någorlunda väl till allmänhetens förväntningar och riskattityder, borde en indexlånemarknad, startad under de angivna förutsättningarna, kunna förete en jämn expansion utan särskilt stora störningar i den relativa prisbildningen. Centralbankens insatser i form av utjämnande operationer mellan index- och penninglånemarknaden torde också minska i omfång jämfört med det tidigare diskuterade fallet.

Givetvis kvarstår även här problemet om låntagarnas vilja och förmåga att anpassa sig till den nya låneformen. Med en rimlig räntesättning i utgångsläget måste det dock kunna antas, att ett tillräckligt antal låntagare söker sig till indexlånemarknaden för att anpassningsprocessen åtminstone skall ta sin början. Skulle svårigheter för bl. a. bankerna uppstå att vid den rådande räntedifferensen erhålla en tillräcklig utlåning mot indexklausul kunde i övergångsstadiet andra lösningar övervägas. Den effektivaste metoden torde då vara att centralbanken inträder som clearingorgan mellan kreditinstituten och deras låntagare enligt de principer som diskuterades i avsnitt 1.3.

2. *En reglerad marknad*

2.1 Förutsättningar

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 blivit föremål för en relativt utförlig behandling (kap. 12.3). Den enda — ehuru i praktiken väsentliga — skillnaden är att centralbanken i detta fall utan restriktioner kan operera på indexlånemarknaden.

Förutsättningarna för indexlånens existens i en reglerad marknad torde huvudsakligen i två avseenden komma att avvika från de tidigare uppställda. För det första måste indexlånen introduceras på ett sådant sätt, att den prioriterade kreditgivningen kan fortgå i oförändrad omfattning. För det andra antas en allmän överskottsefterfrågan på kredit råda och en mer eller mindre uttalad kreditransonering praktiseras.

Kreditmarknadsregleringen måste i sin nuvarande utformning ses i samband med ett underskott på bostäder och ett därur framkallat stöd åt bostadsbyggandet *samt* en reglering av hyresnivån. Såsom i andra sammanhang framhållits (kap. 5 och 12.3) blir därför indexlåns förekomst bland de prioriterade krediterna 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. Baserades en sådan reform på uppfattningen att en hyressättning utifrån reala kalkyler för kapitalkostnaden över huvud vore att föredraga, kunde en praktiskt taget total övergång till indexlån inom den med statslån finansierade bostadssektorn utan större svårighet frammanas. Bibehålles å andra sidan den nuvarande hyres- och subventionspolitiken torde bostadsbyggarnas aversion mot indexlån bli markant.

Framför allt bör observeras, att det inte synes vara förenligt med bostadspolitikens målsättningar att erhålla en ny typ av hyressplittring, som orsakas av att vissa fastigheter finansierats med penninglån och andra med indexlån. (Se kap. 5.3.)

Införandet av indexlån i en reglerad marknad kan därför med fog studeras under två huvudförutsättningar. Antingen är statens ambition att åstadkomma en praktiskt taget total övergång till indexlån vid bostadskrediter eller också kommer man att förse indexlånemarknaden med den väsentliga restriktionen, att dess expansion måste ske utanför denna sektor av kreditmarknaden. I båda fallen kommer centralbankens indexlånepolitik att röna stark påverkan.

2.2 Penninglånefinansiering av prioriterade krediter

Introduceras statliga indexlån under förutsättningen, att de prioriterade krediterna (med undantag för statens direkta upplåning) skall finansieras med penninglån, torde det bli nödvändigt att söka hålla indexlånemarknadens expansion under kontroll. Visserligen kan det sägas, att en effektivt bedriven regleringspolitik bör kunna frammana ett tillräckligt utbud av penningkrediter även om indexlåneräntan skulle nå en sådan höjd i förhållande till penningräntan att de institutionella placerarna i större utsträckning attraherades av indexlånen. Förutom att skäl kan finnas att undvika effekter, som försvårar

eller skärper regleringspolitiken, torde det dock vara ett penningpolitikens intresse att förhindra en okontrollerad spridning av indexlåneformen.

På sätt som tidigare beskrivits (avsnitt 1.4) skulle en snabb spridning av indexlån från marknaden för statliga lån kunna ske, om realräntan nådde en sådan höjd att indexlånen blev ett konkurrensmoment i institutens inlåning eller ledde till en starkare press av annat slag på dessa institut att åta sig reala förpliktelser gentemot sina uppdragsgivare. Även om de berörda instituten skulle visa stor tveksamhet inför sådana åtgärder med hänsyn till den av regleringspolitiken framtvingade ransoneringen av indexlån, skulle dock denna situation vara liktydig med en allmän skärpning av kreditransoneringen.

På bankkreditmarknaden skulle speciella problem kunna uppstå till följd av den ojämna fördelningen av prioriterad kreditgivning mellan sparbanker och affärsbanker (se kap. 11.4). Om regleringspolitiken syftar till att helt undvika indexlån vid finansieringen av prioriterade investeringar, kan förutsättningarna för introduktionen av indexklausuler därför avvika mellan de två slagen av bankinstitut. Större delen av sparbankernas utlåning måste ske i form av penninglån (till givna räntesatser), medan affärsbankerna får avsevärt större möjligheter att indexreglera sin utlåning. Konkurrenssituationen mellan bankformerna kommer således att påverkas till affärsbankernas förmån, när det gäller bankernas möjligheter att tillgodose insättarnas efterfrågan på indexdepositioner. För sparbankernas del kan sålunda ett behov av en direkt ransonering av den indexreglerade inlåningen uppstå, om indexklausuler inom bankväsendet över huvud blir en aktuell företeelse.

Marknadens begränsning

Kravet på penningpolitiken att införa indexlån med minsta möjliga störning i kreditmarknadens funktionssätt torde sålunda vara avsevärt större i en reglerad marknad. Det system för en »balanserad expansion» av indexlånemarknaden, som skisserades i avsnitt 1.4, där centralbankens och de kapitalförvaltande institutens aktion i indexlånefrågan samordnades, skulle därför i en situation som den beskrivna kunna övervägas. Otvivelaktigt ligger det därvid nära till hands att förorda en direkt ransonering av både de statliga indexlånen och de värdesäkra placeringsmöjligheter, som erbjuds via kreditinstituten. Indexobligationer skulle således göras till personliga och icke överlåtbara skuldebrev och förvärvsrätten begränsas. Den i detta sammanhang väsentliga fördelen skulle därmed uppnås att realräntan kunde sättas avsevärt högre utan att kontrollen över marknadens utveckling gick förlorad. (Ang. den närmare utformningen av en dylik marknad, se avsnitt 5 nedan.)

Å andra sidan innehåller den reglerade kreditmarknaden, såsom framhållits i annat sammanhang (kap. 12.3.3), vissa element, vilka skulle kunna framkalla en snabbare expansion av privata indexlån än i en jämviktsmarknad. Vid en ransonering av icke prioriterade krediter kan låntagarnas benägenhet att uppta indexlån påverkas i positiv riktning, om de därigenom ökar sin konkurrensförmåga på kreditmarknaden. Samtidigt torde långivarnas möjligheter att förhandlingsvägen åstadkomma indexklausuler i lånevillkoren vara gynnsamma. Genom kontrollen över privata obligationsemissioner har centralbanken dessutom vissa möjligheter att påverka räntedifferensen på denna marknad.

Huruvida detta på olika sätt framloc-

kade utbud av reallån skulle skapa balans gentemot de kapitalförvaltande institutens härledda efterfrågan, låter sig väl knappast förutsägas. I varje fall borde bankernas möjligheter att till en begränsad del förse sin utlåning med indexklausuler te sig avsevärt större, om tillgången på penningkrediter är begränsad. Troligt är dock att uppköp av statliga indexlån i en rad fall måste av bankerna anlitas i balansskapande syfte.

Räntepolitiska problem

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 penninglånemarknaden, kan centralbanken, om den samtidigt vill upprätta en indexlånemarknad byggd på statliga indexlån, knappast undgå att »ta ansvaret» för räntedifferensens storlek. Ehuru en av centralbanken kontrollerad räntedifferens, såsom tidigare i olika sammanhang framhållits, inte alltid behöver ha ogynnsamma verkningar såsom en officiellt deklarerad inflationsförväntan, skulle konsekvenserna dock i detta fall kunna vara mindre önskvärda. Om politiken måste inriktas på att upprätthålla en relativt stor räntedifferens, kan en förväntningspåverkan uppstå som innebär mer inflationistiska förväntningar hos allmänheten.

Intrycket att statsmakterna förväntar sig en mera betydande penningvärdeförsämring kan förstärkas, om staten som låntagare uppträder även på penninglånemarknaden. Det statliga upplåningsbehovet kan sålunda i vissa lägen vara så stort, att penninglån måste upptas hos de kapitalförvaltande institut, vilkas efterfrågan på indexlån begränsats genom en alltför stor räntedifferens. 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 indexlånemarknadens utformning kan sålunda möta ett opinionsmässigt motstånd, grundat på uppfattningen att statsmakterna otillbörligt utnyttjar kreditmarknadsregleringen för att nedbringa statens reala upplåningskostnader.

2.3 Indexreglering av bostadskreditgivningen

Den väsentligaste förutsättningen för den politik, varmed indexlån skall införas i den prioriterade sektorn, är dess bostadspolitiska bakgrund. Huvudmotivet antas således vara att man med hjälp av indexlån vill nå en sådan tidsfördelning av bostadsfastigheternas kapitalkostnader, att de motverkar den effekt av stigande byggnadskostnader, som vid självkostnadshyror resulterar i en icke önskvärd splittring av hyresnivån mellan äldre och yngre fastigheter. Såsom ingående behandlats i kap. 5, skulle indexlån kunna tillgodose detta syfte i och med att de leder till en (i förhållande till penninglånefinansierade fastigheter) låg initialhyra, som sedan kommer att förändras i nära samband med utvecklingen av prisnivå och byggnadskostnader. Vi utgår här ifrån att indexlån accepterats som ett bostadspolitiskt medel och att statsmakterna således eftersträvar en såvitt möjligt fullständig övergång till indexlån inom bostadskreditgivningen.

Marknadens storlek

Ett särskilt problem är därvid hur långt övergången till indexlån skall drivas

när det gäller det existerande bostadsbeståndet, om man skall söka genomföra ett utbyte också av utelöpande bostadskrediter eller om man skall begränsa övergången till nyproduktionens finansiering. Frågan har tidigare behandlats i kap. 5 men har ej kunnat ges något entydigt svar.

När det gäller äldre fastigheter är det tänkbart, att den reala kapitalkostnaden är så låg i förhållande till indexlåneräntan, att en övergång till indexlån ter sig mindre motiverad. Däremot skulle indexlånefinansiering enbart för nyproduktionen kunna framkalla en annan typ av hyressplittring än den som nu tenderar att uppstå mellan nybyggda och relativt nya fastigheter, där den reala kapitalkostnaden vid penninglån fortfarande är hög. Vid tillräckligt låga realräntor blir hyresnivån i nyproduktionen lägre än hyrorna i de under närmast förfluten tid byggda fastigheterna. Såvida man inte vill framkalla en övergång till indexlån inom denna del av fastighetsbeståndet, skulle det dock vara möjligt att utjämna hyresnivån genom en fördjupning av de redan utgående subventionerna. En dylik ökning av räntesubventionerna blir då nödvändig endast i ett övergångsskede.

Den centrala penningpolitiska frågeställningen är hur kreditmarknaden skall kunna förmås att 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 indexlånemarknadens omslutning förstärks givetvis om övergången till indexlån gäller inte bara nyproduktionens finansiering utan även ett utbyte av penninglån i delar av det existerande fastighetsbeståndet.

När det gäller bostadsbyggarnas benägenhet att acceptera indexlån bör den kraftigt stimuleras, om bostadspolitiken övergår till real hyreskalkyl och reala normer för kapitalsubventionerna. Oberoende av finansieringsform skulle således hyreskalkylen för fastigheter under hyresreglering och hyreskontroll utformas med indexlånefinansiering som underlag och den garanterade kapitalkostnadsprocenten anpassas till realräntenivån. (Dessa förändringar kan, som tidigare påpekats, även avse det existerande beståndet. Stimulansen att övergå till indexlån blir dock starkast för fastigheter, som fortfarande uppbär subventioner av kapitalkostnaderna.)

En annan åtgärd i samma riktning och med likartade effekter blir att tillämpa indexklausul vid den statliga tertiärlånegivningen. Även om inga formella hinder finns att låna upp mot penninglån, måste det under de angivna förutsättningarna uppfattas som mera riskfyllt. Man kan således anta, att fastighetsinnehavarna blir benägna att acceptera indexlån utan att kräva en exceptionellt låg nivå för den garanterade realräntan.

Den ovan skisserade utformningen av hyres- och subventionspolitiken står uppenbarligen i konflikt med den förutsättning, som tidigare i olika sammanhang antagits gälla för statens indexlånepolitik, nämligen att skapa såvitt möjligt lika förutsättningar för valet mellan index- och penninglån. I och med att de bostadspolitiska målen skjuts i förgrunden, ter sig dock en diskriminering av penninglån för bostadsbyggandets del inte så allvarlig eftersom

bostadspolitikens utformning skapar riskfördelar vid indexlånefinansiering. I anslutning härtill uppstår frågan om detta slags politik skall fullföljas genom att räntereglering för nominala bostadslån slopas och denna kreditgivning således överföres till de oprioriterade krediterna. Huruvida detta blir möjligt eller lämpligt torde bero av om bostadsbyggandets kreditbehov i tillfredsställande omfattning kan tillgodoses på indexlånemarknaden, se nedan.

Utvecklingsmöjligheterna

Det är naturligtvis inte möjligt att på förhand avgöra om den åsyftade övergången till indexlån kan genomföras. Utsikterna härvidlag beror inte bara på allmänhetens benägenhet att sluta indexlåneavtal; de sammanhänger också med statsmakternas möjligheter att med ökade bostadssubventioner utfylla en eventuell klyfta mellan låntagares och långivares preferenser. Såvitt avser obligationsmarknaden ter sig utsikterna ganska goda för en snabb expansion av låneformen utan att därför kreditregleringen måste förstärkas. Denna bedömning utgår i första hand från den stimulans att söka sig till indexlånemarknaden, 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 utbjuds på den oprioriterade marknaden måste en överströmning av obligationsefterfrågan — enligt det tidigare diskuterade mönstret — ske till marknaden för prioriterade krediter. Ett naturligt resultat av introduktionen av indexlån med goda avkastningsvillkor bör således vara att bostadsbyggandets finansieringsvillkor allmänt sett förbättras.

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 jämviktsmarknad inte behöver tillmätas 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, vilken inte behöver vara så uttalad att räntenivån sjunker men dock så märkbar, att inslaget av kreditransonering och -dirigering kan minskas.

Kreditmarknadens struktur

Den åsyftade snabba övergången till indexlån kan skapa anpassningsproblem på andra delar av kreditmarknaden och då särskilt inom de penning- och kapitalförvaltande instituten. När det gäller enskilda och offentliga försäkringsinstitut borde de dock utan större svårigheter kunna anpassa sin utlåningspolitik till indexlån, även om deras åtaganden i huvudsak är av nominal karaktär. Hithörande resonemang har tidigare utförts (kap. 11.3) och innebär i stort sett, att försäkringsanstalterna kan tänkas köpa indexlån t. o. m. när indexlåneräntan ligger något under deras nominala förräntningsåtaganden.

De egentliga anpassningssvårigheterna skulle därför kunna uppstå på bankkreditmarknaden. Hithörande frågor har i olika sammanhang berörts (se

framför allt kap. 11.4). Problemen härrör i första hand ur det förhållandet, att bostadskreditgivningen är mycket ojämnt fördelad mellan sparbanker och affärsbanker: den dominerar mycket starkt utlåningen i sparbankerna medan den utgör endast en mindre del av affärsbankernas utlåning. Vidare torde bankerna i större utsträckning än försäkringsbolagen vara beroende av volymmässig balans mellan indexreglerad utlåning och inlåning.

Om sparbankerna med de angivna förutsättningarna skall överföra större delen av sin utlåning på real basis, kan det betyda att en betydande del av inlåningen måste överföras till indexreglerade konton. Skulle dessutom den i kap. 11.4.3 lanserade hypotesen om en relativt trögrörlig inlåningsstruktur i sparbankerna visa sig vara riktig, kan det kräva en förhållandevis hög realränta för att sparbankernas inlåningskunder i tillräcklig omfattning skall övergå till indexlån. Förutom att detta kan innebära tendenser till högre realräntor på bankkreditmarknaden än på kapitalmarknaden, skulle det kunna försätta affärsbankerna i en situation med ett överskott av indexreglerad inlåning.

Om man vill undvika den höjning av penningräntan i bankerna, som kan bli nödvändig — och som strider mot centralbankens intresse att stimulera efterfrågan på indexreglerade placeringar — skulle behov uppstå av ett clearingsystem eller något annat förfarande för att utjämna balansrubbningar mellan enskilda banker och mellan banksystemen. Olika åtgärder i detta syfte och deras innebörd har närmare diskuterats i kap. 11.4.3.

Det med tanke på de bostadspolitiska målen effektivaste sättet är måhända att låta centralbanken fungera som mellanhand: i den omfattning som nödvändiggöres av indexreglerad bostadskreditgivning placeras sparbankernas nominala inlåning i centralbanken för att där förvandlas till en centralbankens 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 centralbankens hjälp till nominal inlåning.

Kreditreglering och räntepolitik

Ett annat avgörande, som centralbanken har att träffa vid övergången till indexlån, är om kreditprioriteringen i fortsättningen skall avse endast indexlån eller om placeringsbestämmelserna för de institutionella placerarna skall vara så avfattade, att de inte tar ställning till vilken kontraktsform som användes. Argumentet för en skärpning av kreditregleringen enligt den förstnämnda linjen är en önskan att ytterligare öka inslaget av indexlån i bostadskreditgivningen. Men eftersom man knappast kan säkerställa en motsvarande efterfrågan på indexreglerade krediter från bostadsbyggarna, kan en sådan bestämmelse lätt få motsatt verkan och minska bostadsbyggandets totala kreditvolym. Det synes därför vara önskvärt att placeringsbestämmelserna utformas på ett sådant sätt, att de inte påverkar valet av låneform.

I omedelbar anslutning härtill uppstår dock frågan, om ränteregleringen av penninglån vid bostadskreditgivningen skall bibehållas. Vi förutsätter därvid, att maximiräntor gäller för indexreglerade bostadslån. Två skäl skulle kunna anföras för att slopa ränteregleringen av prioriterade penninglån (vartill då även kan räknas statsupplåningen).

För det första uppnår man därigenom

frihet i den *relativa* prisbildningen på den dubbla kreditmarknaden, vilket tidigare i olika sammanhang framställts som önskvärt. En fixering av både penning- och realräntan genom maximering av bostadskrediternas räntesatser kräver en insikt i marknadsförhållandena och parternas värdering av de två låneformernas risk- och avkastningsegenskaper, som i vissa situationer kan vara ytterst svår att erhålla. Misstag i detta avseende kan medföra icke önskade störningar både i bostadskreditgivningen och i det allmänna kreditmarknadsläget. Samtidigt undgår inte centralbanken med en sådan politik ett mycket direkt och synligt ansvar för räntedifferensens storlek.

För det andra bortfaller det rent statsfinansiella motivet för räntereglering av penninglån, eftersom räntesubventionerna i fortsättningen sker med utgångspunkt från upplåningskostnaden på reallånemarknaden. Det måste dessutom observeras, att inom den del av bostadskreditgivningen, som regleras av centralbankens placeringsbestämmelser, kan låntagarna aldrig påtvingas en viss låneform. Även om penningräntan skulle stiga till en sådan höjd, att de institutionella placerarna föredrar penninglån, avtvingas de således ett tillräckligt utbud av indexlån genom kravet att avsätta en viss del av sin utlåning till bostäder.

Å andra sidan finns det skäl att undvika en alltför stor differens mellan (den reglerade) indexlåneräntan och penninglåneräntan. Det följer inte bara av önskemålet att undvika störningar i bostadskreditgivningen (med skärpta placeringsbestämmelser som resultat) utan står också i överensstämmelse med tidigare resta krav på räntepolitiken i en dubbel kreditmarknad. Med den skisserade politiken kan en tendens till räntestegringar på penninglånemarknaden uppstå som en följd av en överströmning av kreditutbud från penningtill indexlånemarknaden. Det viktigaste medlet att hålla penningräntan under kontroll har redan anvisats i och med att centralbanken föreslås uppträda som mellanled för att utjämna skillnaden mellan utbud och efterfrågan av reallån resp. penninglån på bankkreditmarknaden.

Avvägningsproblemet

Sammanfattningsvis kan sägas att en politik, som syftar till att någorlunda snabbt överföra bostadskreditgivningen på real basis, torde innebära, att centralbankens politik måste söka sig nya vägar och ingripa i kreditmarknadens funktionssätt på ett mera direkt sätt än vad som hittills varit vanligt. Detta gäller särskilt bankkreditmarknaden i och med att centralbanken kan behöva anlitas för att underlätta de rent strukturella anpassningsproblemen. Centralbankens ställning som mellanled i kreditprocessen kan därvid leda till att dess förmögenhetsbalans får en ur statsfinansiell synpunkt mindre tilltalande sammansättning. Det inträffar om den eftersträvade snabba expansionen av reallån kräver så små räntedifferenser, att de inte täcker den faktiska indexstegringen.

Huruvida man är beredd att beträda de här antydda vägarna beror på hur starkt en övergång till indexlån för bostadsbyggandets del eftersträvas. I sista rummet avgöres sålunda valet av politik av statsmakternas inställning till indexlån som bostadspolitiskt medel i ett läge, när man önskar bibehålla självkostnadsprincipen på hyresmarknaden. För övrigt är det tänkbart, att övergången till indexlån kan ske i något lugnare tempo än här antagits utan att det står i strid med de bostadspolitiska målen. Slutligen bör erinras om att en annan vinst

av den ovan diskuterade politiken är, att den otvivelaktigt på ett mycket effektivt sätt tillgodoser det ursprungliga syftet med indexlån: att för en stor del av allmänheten möjliggöra värdesäkra placeringar.

3. Räntepolitiken på längre sikt

De i detta kapitel förda penningpolitiska resonemangen har nästan uteslutande rört den dubbla kreditmarknadens övergångsskede och därmed de penningpolitiska problem som är förenade med introduktionen av indexlån. Centralbankens insatser har därvid främst bestått av marknadsoperationer, antingen i syfte att främja indexlånemarknadens tillväxt eller också för att genom utjämnande operationer nå tillfredsställande ränteförhållanden mellan de båda marknaderna. Framställningen har således i huvudsak gällt centralbankspolitiken beträffande den *relativa* prisbildningen och kreditvolymens fördelning mellan penning- och indexlånemarknaden. I detta avsnitt skall i korthet några principiella problem beröras, som gäller kontrollen över räntenivå och total kreditvolym när indexlånemarknaden passerat sitt inledande stadium.

3.1 Marknadsoperationer eller diskontopolitik?

I olika sammanhang har framhållits att ett av centralbankens motiv för att intressera sig för indexlån är att man med en väl utvecklad indexlånemarknad har möjlighet att direkt påverka realräntan. Räntepolitiken skulle därmed kunna göras oberoende av både den interpersonella spridningen av prisnivåförväntningarna, som kan snedvrida investeringsurvalet, och av allmänna förväntningsförskjutningar, vars samhällsekonomiska verkningar endast med svårighet kan neutraliseras via penningräntan. Helt kan dessa egenskaper hos indexlån utnyttjas först när hela eller en dominerande del av kreditvolymen består av indexlån. Tonvikten i de följande resonemangen lägges vid frågan om en total övergång till indexlån på kreditmarknaden ter sig sannolik resp. hur penningpolitiken skall bedrivas när penning- och indexlån båda utgör reguljära kreditformer och vi således har vad som benämnts en dubbel kreditmarknad.

Enkel eller dubbel kreditmarknad

Om man först betraktar obligationsmarknaden (med angränsande marknader för lång kreditgivning) i ett läge utan statlig kreditransonering, har tidigare analys visat, att indexlånens slutliga andel av den totala kreditgivningen beror av spridningen i marknadssubjektens förväntningar. Såvida inte indexlån för både långivare och låntagare ger en väsentlig riskreduktion i förhållande till penninglån, förefaller det därvid troligt att en sådan förväntningsspridning eller avvikelse i riskuppfattning existerar, att övergången till indexlån inte blir fullständig. Penninglån kommer således även i fortsättningen att ingå i kredittransaktionerna.

Centralbankens insatser för att genom marknadsoperationer stabilisera indexlånemarknadens prisbildning i inledningsskedet kan bli avgörande för takten i dess utveckling. För att motverka onödigt stora skillnader mellan penning- och realränta kan centralbanken eventuellt uppträda som ett utjämnande mellanled i de privata kredittransaktionerna: köpa privata penninglån och sälja indexlån till allmänheten. Redan statsfinansiella skäl gör dock, att man inte kan förvänta sig att dylika operationer drivs så långt, att *all* kreditgivning sker via centralbanken. För indexlånemarknadens utveckling på längre

sikt bör således låntagares och långivares värdering av de två låneformernas användbarhet vara avgörande.

Hänsyn måste dessutom tas till att indexklausuler av rent tekniska skäl kan få begränsad användbarhet. Det gäller i första hand de mest kortfristiga avtalen. Det förefaller sålunda troligt, att en stor del av bankernas korta inlåning fortfarande får nominal karaktär; indexreglering av checkkrediter och korta inlåningsräkningar fyller knappast något ändamål. I och för sig bör uppkomsten av indexlån innebära en tendens till förskjutning av allmänhetens kassahållning mot räkningar bundna på längre tid. Likviditetsbehovet kan dock inte helt eftersättas. Även om bankernas utlåning ofta är av en reellt mera långfristig karaktär, kommer därför kravet på balans mellan indexreglerad in- och utlåning att medföra, att även en del av utlåningen sker i penninglån.

Räntepolitikens medel

Om man därför som det mest realistiska alternativet 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 arbetssätt. Centralbankens diskonto blir fortfarande riktpunkten för penningräntan, såväl i bankerna som på kapitalmarknaden. Vid givna förväntningar kommer förändringar av penningräntan att direkt påverka också realräntan. Sambandet mellan realräntenivån i bankerna och på obligationsmarknaden bör därvid bli detsamma som för närvarande råder på penninglånemarknaden.

Marknadsoperationer kommer under de angivna förutsättningarna främst till användning för att förändra *räntediffe-rensens* storlek. Det bör därvid observeras, att förändringarna i räntedifferensen inte i alla lägen behöver ske via realräntan. Även om penninglånediskontot är centralbankens huvudmedel, kan man genom marknadsoperationer vid oförändrad realränta förskjuta räntenivån på penningobligationsmarknaden och därefter genomföra en diskontoändring, som endast är en anpassning till ett redan rådande ränteläge på den långa penninglånemarknaden.

För att närmare klargöra möjligheterna att bedriva en politik, där penning- och realränta styrs genom en kombination av diskontopolitik och marknadsoperationer kan en kort beskrivning av penningpolitikens huvudmekanism vara påkallad.

Diskontot

För närvarande ger förändringar av diskontot ett så gott som omedelbart utslag såväl i banksystemets annonserade räntesatser som i räntenivån på obligationsmarknaden. Detta gäller oberoende av om några marknadsoperationer genomföres eller ej — vilket ibland endast betyder, att diskontoförändringen är en anpassning till redan inträffade ränteförskjutningar på obligationsmarknaden. På samma sätt justerar bankerna sina räntesatser till diskontot även om detta just för tillfället inte avspeglar de räntesatser, som gäller för bankernas upplåning i centralbanken (vilken i allmänhet synes vara belåning av statspapper och inte rediskontering av växlar). Centralbankens diskontopolitik är därför i stor utsträckning att fatta som dekret eller signaler till banksystem och obligationsmarknad om den räntenivå som centralbanken önskar upprätthålla.

För att förklara följsamheten från obligationsmarknadens och banksystemets sida vid diskontoförändringar behöver man i och för sig endast peka på

den omständigheten, att centralbanken i allmänhet måste antas förfoga över medel att framtvinga de ränteförändringar som man anser önskvärda. Uteblir anpassningen t. ex. på obligationsmarknaden kan räntejusteringen genomföras medelst marknadsoperationer. Förväntningar om sådana penningpolitiska ingripanden — för den händelse marknaden inte är »följsam» — kan därför framkalla en ränteanpassning, som endast är en antecipation av annars inträffande centralbanksåtgärder. En annan omständighet, som också skapar ett nära samband mellan diskonto och obligationsränta, är bankernas domineranде inflytande på obligationsmarknaden samt deras stora obligationsinnehav och därav följande intresse av god följsamhet mellan räntenivån i banksystemet och på obligationsmarknaden.

Av det ovanstående torde framgå, att en räntepolitik som i större utsträckning vill använda sig av marknadsoperationer och därmed tilldela diskontot en mera passiv roll inte behöver stöta på något avgörande hinder. Med den successiva framväxten av en indexlånemarknad kan det således efter en tid visa sig önskvärt att skjuta realräntenivån i förgrunden och låta dess förändringar bli den inledande signalen till ränteanpassningar över hela kreditmarknaden. Om räntepolitiken företrädesvis bedrivs i form av operationer på realobligationsmarknaden, blir penningräntans höjd — och därmed också centralbankens diskonteringsräntesatser — beroende av de allmänt rådande prisnivåförväntningarnas utseende och storlek.

Realräntepolitik

En omedelbar anledning att övergå till »realräntepolitik» i den ovan angivna meningen uppstår, om den tidigare aktualiserade teorin om prisnivåförväntningarnas beroende av räntedifferensens storlek skulle visa sig vara riktig. Det är därvid lätt att se att isolerade förändringar av penningräntan — genom t. ex. diskontoförändringar — kan få helt andra verkningar än förändringar av realräntan. Om penningräntan höjes genom annonseringen av ett nytt diskonto innebär det till en början endast att differensen mellan penning- och realränta ökas. Skulle detta allmänt uppfattas som en indikation på ökade inflationsrisker, sker ingen anpassning av indexlåneräntan. Det betyder att såvitt avser *real*räntenivån i samhället har ingen förändring inträffat. Den realekonomiska störning, som eventuellt föranlett räntehöjningen, motverkas därmed inte. En isolerad stegring av indexlåneräntan innebär däremot att räntedifferensen inledningsvis minskar. Leder detta till att förväntningarna genomgående blir mindre inflationistiska bör effekten av räntehöjningen snarare öka, trots att ränteanpassningen på penninglånemarknaden uteblir.

Vid räntesänkningar skulle i konsekvensens namn den motsatta metoden användas, dvs. operationerna inriktas på förändringar av i första hand penninglåneräntan. Detta gäller dock endast, om man anser det under alla förhållanden önskvärt att hålla allmänhetens inflationsförväntningar nere, vilket inte är givet (se bl. a. kap. 4.1). Dessutom är det inte säkert, att en sänkning av realräntan får samma effekt på allmänhetens förväntningar som en höjning av penninglåneräntan, även om räntedifferensen i båda fallen ökar. Det kan också erinras om att en politik, som medvetet söker reducera prisnivåförväntningarna genom manipulationer med räntedifferensen, kan få ringa framgång eller t. o. m. motsatt effekt (se kap. 10.5).

Det kan därför hävdas, att en ränte-

politik, som konsekvent inriktas på att reglera realräntans höjd, är den mest ändamålsenliga när man vill undgå förväntningspåverkan från den dubbla kreditmarknaden.

En dylik politik ligger också i linje med uppfattningen, att det vore särskilt olyckligt, om allmänheten gavs det intrycket att centralbankens räntepolitik bestämdes av dess inflationsförväntningar. Visserligen har centralbanken fortfarande det formella ansvaret även över penningräntenivån i och med att den anknytes till det officiella diskontot. Den formella karaktären understrykes dock av att diskontopolitiken i växande utsträckning får karaktären av anpassningsrörelser till det ränteläge, som bestäms av marknadsoperationerna på indexlånemarknaden. Det skulle således vara möjligt att nå den frihet i den relativa prisbildningen på den dubbla kreditmarknaden, som tidigare betecknats som önskvärd, utan att därför de nuvarande kontrollinstrumenten på penninglånemarknaden uppges.

En aktivare politik på penninglånemarknaden bör vid behov utan större svårigheter kunna användas genom en förnyad koordinering av marknadsoperationer och diskontopolitik. De förväntningar och psykologiska reaktioner, som idag orsakar det omedelbara sambandet mellan diskonto och obligationsränta, torde alltså kunna återupplivas.

Marknadsoperationer i reallån

Frågan är då under vilka förutsättningar den totala kreditvolymen och allmänhetens likviditet i tillfredsställande grad kan regleras enbart genom operationer på reallånemarknaden. Något entydigt svar kan knappast lämnas; man får här nöja sig med några diskussionsvis framförda synpunkter.

Det teoretiska schemat för operationer på reallånemarknaden kan i förenklad form återges på följande sätt. Antag att centralbanken önskar förhindra en hotande kreditexpansion i banksystemet genom en allmän likviditetsåtstramning. Penningräntan antas vara 5 % och realräntan 2 %, varför förväntningarna hos de subjekt som avgjort räntedifferensens storlek således är ca 3 %. Metoden för att åstadkomma den önskade likviditetsminskningen blir ett utbud av realobligationer med åtföljande indragning av kassamedel. Utbudsökningen framkallar en nedpressning av realobligationernas kurser med åtföljande stegring av realräntan.

En ökad efterfrågan på obligationer uppstår således, som härrör dels ur överflyttning av kassamedel dels ur försäljningar av penningobligationer från de subjekt, som innehar sådana och som förväntar sig en årlig prisstegring av 3 % eller mindre. Parallellt med centralbankens utbud av reallån ökar således utbudet av penningobligationer i enskild ägo. Eftersom denna utbudsökning inte kan absorberas utan kurssänkningar kommer även penninglåneräntan att stiga. Om alla subjekt har inflationsförväntningar i närheten av 3 % och centralbanken fullföljer sina operationer till dess att realräntan stigit till 3 % kommer penningräntan i det nya jämviktsläget att utgöra 6 %. Vid stor spridning av prisnivåförväntningarna är resultatet vad beträffar räntedifferensens storlek mera osäkert.

De allmänna omdömen som kan fällas om effektiviteten av operationer enbart på reallånemarknaden är att möjligheterna att på det sättet påverka räntenivån och likviditetssituationen i bankerna knappast avviker från dem som existerar vid motsvarande operationer i enbart penninglån. Förutsättningen härför är att indexlånemarknaden erhållit en viss omfattning och inte endast om-

fattar en marginell del av kredittransaktionerna.

Operationer på två marknader

I indexlånemarknadens inledande skede torde däremot en kontroll över både penning- och realränta vara befogad för att undvika de betydande fluktuationer i räntedifferensen, som kan följa av marknadernas sinsemellan olika storlek. Skälen härför har ingående diskuterats i föregående avsnitt. Därav följer också att om man vid genomförandet av en räntehöjning betraktar det som önskvärt att exakt kunna fastställa även penningräntenivån är samtidiga operationer på båda marknaderna effektivare. Sådana ingrepp kan bli nödvändiga, om räntedifferensen tenderar att bli större än vad som förefaller önskvärt med tanke på möjligheterna för förväntningspåverkan. En dylik utveckling är tänkbar vid en stark spridning av förväntningarna. Det bästa utgångsläget för operationer av det angivna slaget är därför, 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 (se avsnitt 1.2 ovan).

Om man såsom mått på effektiviteten hos marknadsoperationerna uppställer, att de bör ha så liten omfattning som möjligt, skulle samtidiga operationer i penning- och indexlån även i det fallet vara mer ändamålsenliga. Sådana krav kan uppstå om det visar sig att en kreditåtstramning av en viss storlek inte kan uppnås annat än genom utbud av realobligationer med avkastningsvillkor, som i förhållande till den rådande penningräntan ter sig alltför höga. Av statsfinansiella hänsyn och eventuellt för att nå en viss riskspridning också i statens upplåning skulle därför en fördelning av obligationsutbudet mellan de båda marknaderna kunna bli aktuell.

För den åsyftade typen av marknadsoperationer torde några särskilda krav på indexlånemarknadens institutionella utbredning inte behöva uppställas. Den likviditetsindragande effekten av realobligationsutbudet torde snarare öka om bankerna inte kan erbjuda indexreglerade inlåningskonton. 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. Om det skulle vara så, att realobligationer inköpts främst av placerare, som avser att behålla dem till inlösningstidpunkten eller i varje fall kräver betydande stimulans i form av kursuppgång för att sälja ut dem före denna tidpunkt, kan stora räntehöjningar krävas innan den åsyftade likviditetseffekten uppnås genom uppköp av utelöpande realobligationer.

Förutsättningen för att marknadsoperationer i båda riktningar skall kunna bedrivas är således, att realobligationer spritts även till placerare, som är beredda att göra korttidsaffärer också i reallån. Bankerna blir givetvis här aktuella såsom innehavare av realobligationer, vilket i större skala torde förutsätta indexreglerad inlåning. I annat fall måste operationer enbart i penninglån — eller diskontoändringar — te sig effektivare, när syftet är att åstadkomma lättnader i kreditmarknadsläget.

Räntepolitikens effektivitet

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 mark-

nadsoperationer över huvud som alternativ till diskontopolitiken. Frågan om den räntepolitik som skall bedrivas i en dubbel kreditmarknad måste därför avgöras med hänsyn till de nackdelar, som kan vara förbundna med att avstå från den direkta kontrollen över räntenivån i bankerna via diskontot, och de fördelar som står att nå genom en övergång till vad som här benämnts realräntepolitik.

Uppmärksammas bör även, att avvägningen knappast kan ske oberoende av de ytterligare medel, som kan stå till centralbankens förfogande för reglering av kreditvolymen i bankerna och andra kreditförmedlande institut. Förekomsten av likviditetskvoter, utlåningsbestämmelser och andra direkta kontroller reducerar uppenbarligen betydelsen av om diskontopolitik kan bedrivas eller ej. Det har å andra sidan visat sig att de penningpolitiska målen ibland kan nås 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.

Det torde dock inte kunna undvikas, att tyngdpunkten i räntepolitiken i större utsträckning än för närvarande måste läggas på marknadsoperationer, om man i vissa lägen över huvud skall kunna påverka realräntan. Vid ett totalt sett begränsat utrymme för dylika operationer och trögheter i marknadens reaktionssätt kan detta otvivelaktigt betecknas som en komplikation.

De diskuterade problemen blir avgjort mindre aktuella i sådana kreditmarknadslägen, då ett allmänt efterfrågeöverskott råder och kreditransonering och/eller kreditprioritering tillämpas av centralbanken. Marknadsoperationerna ersätts då av räntereglering, placeringsbestämmelser och emissionskontroller medan diskontopolitiken närmast är att se som ett komplement till likviditetskvoter och utlåningsföreskrifter för bankerna.

Bostadsfinansieringen

Det bör dock uppmärksammas, att om efterfrågeöverskottet härrör ur prioritering av bostadsbyggandet, vars finansiering till räntor under jämviktsnivån garanteras av placeringsbestämmelser etc., kommer indexlåns ställning på kreditmarknaden att i hög grad avgöras av om bostadspolitiken i övrigt anpassas till denna låneform. Såsom visats i avsnitt 2 utgör en övergång till reala normer för hyrespolitik och räntesubventioner en mycket kraftig stimulans för indexlåns expansion bland bostadskrediterna. En dylik positiv attityd från statsmakternas sida till indexlån som bostadsfinansieringsform torde också avkasta krav på att räntepolitiken orienteras efter de riktlinjer, som enligt ovan en övergång till realräntepolitik innebär. Realräntenivån för bostadslån måste bli räntepolitikens riktpunkt.

Det sistnämnda kan ses som en naturlig följd av att en mycket stor del av kreditvolymen förses med indexklausul. Även om penninglån förekommer endast inom den oprioriterade kreditgivningen har centralbanken i detta fall ett mera direkt intresse för penninglåneräntans höjd än i en jämviktsmarknad, såsom tidigare diskuterats i avsnitt 2.3. Särskilt uppenbart blir detta intresse, om centralbanken för att undvika ett alltför stort avstånd mellan penning- och realränta engagerar sig i en kreditförmedlande verksamhet med i första hand affärs- och sparbanker som kunder. Eftersom denna verksamhet orsakas av olikheter i den rådande utlå-

ningsstrukturen mellan affärsbanker och sparbanker, är det å andra sidan tänkbart att behovet av en dylik kreditförmedling avtar med tiden.

På längre sikt kan således övergången till indexlån i den stora omfattning, som här avses, knappast undgå att påverka kreditmarknadens struktur. Särskilt för bostadsfinansieringen kan nya institutionella former uppstå, vilka delvis utgör en anpassning till en redan rådande tendens att skapa ytterligare led mellan allmänhetens kortfristiga inlåning och näringslivets mera långsiktiga kreditbehov. (Strukturfrågorna på bankkreditmarknaden vid övergången till indexlån har närmare berörts i kap. 12.)

3.2 Räntestabiliteten i en dubbel kreditmarknad

En egenskap hos den dubbla kreditmarknaden torde bli, att någon av dess räntenivåer måste tillåtas anpassa sig till sådana förskjutningar av marknadssubjektens förväntningar, varigenom den allmänna värderingen av penning- och indexlåns inbördes avkastnings- eller riskegenskaper märkbart påverkas. I förhållande till en »enkel» kreditmarknad skulle därför den dubbla kreditmarknaden kunna förete tätare ränteförändringar.

Det bör dock observeras, att räntestabiliteten i en penninglånemarknad delvis är en fiktion, eftersom dess realränta fluktuerar vid förväntningsförskjutningar. Detta gäller under förutsättning att motverkande förändringar av den nominala räntenivån inte företas, något som knappast kan ske eftersom instrument saknas för registrering av ändrade prisförväntningar. Det skulle å andra sidan kunna hävdas, att den ökade betydelsen av indexutvecklingen för upplånings- och placeringsbeslut i en dubbel kreditmarknad gör allmänheten mera »indexmedveten» och därmed också känsligare i sina förväntningsreaktioner.

Prisnivåförväntningarna

I avsnitt 6 upptas prisnivåförväntningarnas innehåll till diskussion. Där hävdas, att förväntningarna rörande prisutvecklingen på längre sikt inte bör förändras särskilt ofta. Det bör också erinras om att stabiliteten i den relativa prisbildningen på obligationsmarknaden dessutom påverkas av prisnivåförväntningarnas spridning. Råder stor skiljaktighet mellan subjektens prisnivåförväntan, kan förväntningsförskjutningar av mindre utbredning medföra påtagliga förändringar av räntedifferensen. Om spridningen är ringa och de flesta marknadssubjekt har ungefär samma uppfattning om penningvärdets framtida utveckling, krävs en utbredd förändring av förväntningarna för att räntedifferensen skall påverkas. Till en ökad samstämmighet av förväntningarna kan förekomsten av indexlån bidra, i och med att räntedifferensens storlek uppfattas som ett uttryck för den allmänna penningvärdeuppfattningen till vilken det kan vara klokt att ansluta sig. En förutsättning för att räntedifferensen skall spela denna roll är, som tidigare visats, att centralbanken inte ådrar sig misstankar för att utnyttja räntepolitiken för påverkan av förväntningarna.

Det är dock väsentligt att framhålla, att det diskuterade problemet tillhör den kategori av frågor, som knappast kan besvaras på annat sätt än genom de faktiska erfarenheter som görs i en eventuell framtida indexlånemarknad.

Räntepolitikens beroende av allmänhetens prisnivåförväntningar i en dubbel kreditmarknad är å andra sidan uppenbar. Det betyder att om förväntningarna ändras, kan centralbanken

knappast undgå att anpassa endera av real- eller penningräntan. Det förefaller därvid som om argumenten entydigt pekar mot 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 den antydda räntepolitiken 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. Ur låntagarnas synpunkt kan en ökad differens mellan penning- och realränta betyda, att en tidigare aversion mot upplåning i indexlån övervinnes. Resultatet bör bli att indexlånemarknadens tillväxttakt ökas på penninglånens bekostnad. På lång sikt skulle därför den dubbla kreditmarknaden inte kunna upprätthållas annat än i den utsträckning som avtalens kortfristighet gör indexklausuler otympliga eller meningslösa ur värdesäkringssynpunkt.

Spekulativa operationer

Såsom ovan antyddes, kan förväntningarna om indexutvecklingen på kort sikt bli avsevärt rörligare än långsiktsförväntningarna. Ett dylikt antagande 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. (Se analysen av prisutvecklingen i Sverige åren 1931—1962 i kap. 2 samt avsnitt 6 nedan.) Det förefaller därför troligt, att allmänhetens benägenhet att placera resp. företa upplåning kan förete stora förskjutningar mellan index- och penninglån på den korta marknaden utan att därför den långa penning- och realräntan beröres.

Förekomsten av en spekulativ aktivitet i prisindex' kortsiktsförändringar är i och för sig ett argument för att indexklausuler bör förbehållas kontrakt med förhållandevis lång löptid. Men om indexklausuler skall introduceras i bankerna kan kontraktens löptid inte göras alltför lång; en marknad för korta indexlån — med en löptid av ca ett år — uppstår således. Och det är i detta sammanhang som möjligheten av en stor rörlighet i placerings- och upplåningsvalet blir av intresse. Spekulativa operationer i papper med kort återstående löptid på obligationsmarknaden torde antingen kunna fördras utan större återverkningar för penningpolitiken eller också motverkas genom centralbankens operationer.

De problem för banker och andra kreditinstitut, som uppstår vid förväntningsförskjutningar och åtföljande förändringar av in- och utlåningens sammansättning, har tidigare berörts (kap. 12.1). Denna diskussion kan sammanfattas så, att bankernas krav på ungefärlig balans mellan volymen av indexreglerad in- och utlåning leder till att de knappast kan bemästra den spekulativa aktiviteten utan ränteförändringar. Det kan betyda, att räntestrukturen i bankerna blir avsevärt rörligare än hittills.

Räntepolitiska konsekvenser

Ur penningpolitisk synpunkt har detta den väsentliga egenskapen, att den »*korta räntedifferensen*» kan komma att uppvisa en större eller mindre grad av instabilitet. Det karaktäristiska och intressanta i denna instabilitet skulle då vara, att den kan existera även om man

lyckas stabilisera differensen mellan de *långa* räntorna.

En viktig förutsättning för att bankerna skall kunna bedriva en in- och utlåningsrörelse delvis baserad på indexreglerade kontrakt torde således vara, att en relativt stor rörelsefrihet råder med avseende på politiken visavi räntedifferensens storlek. En anpassning av bankernas räntestruktur till förändringar i kortsiktsförväntningarna borde även stå i samklang med den rörlighet i räntedifferensen, som det vid allmänna förskjutningar av förväntningarna torde vara nödvändig att upprätthålla.

Det sagda antyder dock möjligheten av en annan utvecklingslinje för räntepolitiken än den som skisserades i föregående avsnitt. 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» ränta 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 därför långsiktsförväntningarna märkbart påverkas.

En dylik förändring av det samband, som råder mellan räntenivån i banksystemet och på kapitalmarknaden, måste innebära att möjligheterna att med diskontopolitik direkt kontrollera den långa räntan minskas. Med tanke på de problem, som kan uppstå för räntepolitiken i en dubbel kreditmarknad, behöver detta dock inte vara en negativ effekt. En övergång till operationer företrädesvis i reallån och åtföljande koncentration av räntepolitiken till realobligationsmarknaden skulle då inte nödvändigtvis stå i konflikt med önskemålet att fortfarande kunna utnyttja diskontopolitik för direkt reglering av kreditvolymen på bankkreditmarknaden. I och med att sambandet mellan diskontots höjd och den långa penningräntan försvagades (eller i varje fall störtes av skillnaden mellan prisnivåförväntningarna på kort och lång sikt), skulle dessa båda aktiviteter kunna utövas samtidigt utan att centralbanken därför behövde ta ansvaret för räntedifferensens storlek på kapitalmarknaden och därmed deklarera en officiell uppfattning om prisnivåutvecklingen på längre sikt.

3.3 Realräntans nivå

Ytterligare en fråga skall i detta sammanhang beröras, som tidigare skymtat då och då i framställningen av de penningpolitiska problemen och som torde vara av väsentlig betydelse för den allmänna inställningen till indexlån. Den gäller hur räntenivån kan tänkas bli påverkad av indexlånemarknadens uppkomst. Underlaget för dess besvarande är dock synnerligen tunt och består närmast av några hypoteser, som när de sammanföres inte tillåter någon entydig slutsats.

Sparande och investeringar

Å ena sidan kan man peka på de egenskaper hos indexlån, som kan framkalla ett ökat sparande och en förbättrad effektivitet hos penningpolitiken i vissa lägen. Det sistnämnda gäller särskilt jämförelsen med en penninglånemarknad när yttre omständigheter framkallar ökade inflations- eller deflations-

förväntningar, som i sig tenderar att förstärka den initiala balansstörningen. I en kreditmarknad med efterfrågeöverskott och kreditransonering skulle dessutom marknadsläget lättas, om införandet av indexlån medförde en ökad benägenhet för långsiktiga placeringar från allmänhetens sida. Det gäller under förutsättning att ransoneringen införts delvis därför att de prioriterade krediterna på grund av sin långfristighet inte kunnat konkurrera med andra utbjudna, mera kortfristiga placeringsformer. Indexlån skulle sålunda avlägsna en brist i kreditmarknadens funktionssätt, som orsakas av att penningvärdeosäkerheten växer med tidsperspektivet.

När det gäller indexlåns verkningar på den totala investeringsvolymen kan en expansiv effekt uppstå i och med att indexlån för vissa företag eller investeringstyper kan reducera de med investeringarna förbundna riskerna. Resultatet blir (vid oförändrad räntenivå) ökade lånefinansierade investeringar (eftersom de investerare för vilka indexlån inte ger något gynnsamt resultat ur risksynpunkt fortfarande kan använda sig av penninglån).

En annan egenskap hos indexlån skulle dock kunna verka hämmande på investeringsbenägenheten. Om denna före indexlåns tillkomst till en del berodde på att inflationsförväntningar påverkat bedömningen av projektens räntabilitet skulle införandet av indexlån medföra, att dessa investeringar minskade (och eventuellt ersattes av andra som tidigare inte kunnat komma till stånd på grund av alltför små inflationsförväntningar). För att nå full effekt på investeringsurvalet torde dock i praktiken krävas, att företagen tvingas att företa finansieringen på indexlånemarknaden.

Om man tar hänsyn till att indexlåns positiva riskeffekt på investeringarna synes vara något osäker (bortsett från bostadsbyggandet vid anpassning av bostadspolitiken till indexlån) och antar att indexklausuler vid upplåningen leder till en noggrannare sovring bland investeringsprojekten än för närvarande sker, skulle de flesta indicierna peka mot slutsatsen, att det med indexlån snarare vore möjligt att hålla lägre räntenivå än vid penninglån.

Realräntans undre gräns

Å andra sidan förefaller det troligt att införandet av indexlån kommer att framkalla en psykologisk reaktion, som gör det omöjligt att hålla så låga realräntor som det faktiskt varit möjligt att göra i kreditmarknader med enbart penninglån. Som analysen av realränteutvecklingen i vårt land visar (kap. 2.2) har realräntan under långa perioder legat vid noll eller varit negativ. Det är möjligt att allmänheten varit medveten om dessa låga räntor och t. o. m. förväntat sig dem i de lägen, när de fattat sina beslut rörande sparandets omfattning. Men det är också möjligt, att man varit omedveten om realräntans faktiska höjd och att man inte heller i efterhand konstaterat, exempelvis, att sparandet givit en negativ avkastning, mätt i reala termer.

Införandet av indexlån och uppkomsten av en synlig realränta bör leda till ökad medvetenhet i detta avseende. Även om en mera rationell attityd från spararnas sida inte behöver leda till omedelbart ändrade planer, dvs. en ökad konsumtion, blir det dock knappast möjligt att upprätthålla en så låg realräntenivå som den som faktiskt rått under vissa perioder. Framför allt kan en politisk-psykologisk undre gräns för realräntan uppställas (t. ex. att den inte kan vara negativ), som idag inte existerar i och med att kortvariga men kraf-

tiga inflationsprisstegringar inte motverkas av räntehöjningar, tillräckliga för att eliminera prisstegringarnas konsekvenser för realräntan över en längre period.

Kontentan av dessa olika resonemang är att den omedelbara effekten på räntenivån av indexlåns införande är synnerligen osäker. Därvid bör skiljas mellan kortsiktseffekten, dvs. jämförelsen mellan det ränteläge som rådde omedelbart före och omedelbart efter indexlåns införande, och konsekvenserna på längre sikt. I det första fallet kan något omdöme inte anges utan kännedom om det ekonomiska läget, den rådande penningräntenivån och innehållet i allmänhetens prisnivåförväntningar. På längre sikt kan effekten bli, att realräntan vid indexlån är högre än vad den skulle ha varit utan indexlån, av det enkla skälet att negativa realräntor kan bli en politisk omöjlighet. Såvida man inte utgår från, att den nuvarande takten i realkapitalbildningen för sin fortvaro kräver en realräntenivå, som ligger vid noll eller strax därunder, borde dock denna räntehöjning kunna genomföras utan men för det ekonomiska framåtskridandet.

4. Indexlån och internationella kapitalrörelser

4.1 Kapitalrörelsernas karaktär

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. Det finns dock anledning att till granskning uppta frågan, om ändrade förutsättningar i detta avseende leder till andra slutsatser rörande de problem som skapas av indexlånemarknaden. Särskilt aktuell bör denna frågeställning vara i ett skede av växande internationell ekonomisk integration och fortskridande liberalisering av de mellanstatliga varu- och kapitalrörelserna. Förutsättningen för de följande resonemangen är således att några legala hinder inte finns för in- och utförsel av finansiellt kapital och att köp och försäljning av svenska värdepapper kan av utlänningar företas på samma villkor som av svenska medborgare.

Att i en värld, där finansiella transaktioner utan friktioner kan ske över gränserna, upprätthålla olika räntenivåer i de enskilda länderna skulle i princip på längre sikt inte vara möjligt. Till det land, vars räntenivå överstiger de övrigas, sker en inströmning av finansiellt kapital till dess att räntenivån utjämnats. Om skilda räntenivåer ändå existerar beror det på att en rad friktionsmoment måste antas förekomma vid placering eller upplåning utomlands. Det väsentligaste torde vara de ökade risker, som följer av osäkerhet om valutakursernas framtida utveckling och en i förhållande till inländska placeringar större kursrisk till följd av sämre information om den utländska räntepolitiken.

Osäkerheten rörande valutautveckling etc. torde vara störst vid långfristiga kontrakt. Sådana operationer bör förutsätta kraftiga incitament i form av betydande ränteskillnader (eller förväntningar om sådana). Bäst lämpade för kapitalöverföringar av mera långfristigt slag är därför investeringar i realkapital eller närstående placeringsformer, t. ex. aktier. Däremot kan de kortfristiga kapitalrörelserna, t. ex. på af-

färskrediternas område, vara mera känsliga för räntedifferenser.

Termen »kortfristig» betyder här främst längden av det tidsperspektiv, som ingår i operationen. Någon institutionell begränsning av de delmarknader, som utsätts för dessa operationer, behöver därför inte föreligga. De kan gälla banktillgodohavanden, skattkammarväxlar, obligationer samt kortfristiga lån i och utanför den organiserade kreditmarknaden. Även om indexklausuler av skäl, som i andra sammanhang redovisats, inte kan komma till användning vid alla kontraktsformer, bör indexlånemarknaden således erbjuda en tillräcklig bredd (i de utvecklingsalternativ som skisserats i detta kapitel) för att kortfristiga operationer i indexlån skall kunna äga rum.

Å andra sidan är det möjligt att en svensk indexlånemarknad utan utländska motsvarigheter ger upphov till en ökad mängd långa kapitalrörelser, inriktade på finansiella placeringar. Förväntningar om en kraftig inflation på längre sikt kan därvid utgöra det incitament varom ovan talats. Om vidare förväntningarna rörande penningvärdeutvecklingen är så beskaffade, att den utländska inflationen väntas fortgå i ungefär samma takt som den svenska, kan svenska indexlån uppfattas som en på sikt värdesäker placeringsform även i utländsk valuta (ang. valutakursrisken, se nedan).

4.2 Räntepolitiken

Förekomsten av en marknad för indexreglerade lån i Sverige vid fria kapitalrörelser skulle innebära, att Sverige har att anpassa både penning- och realräntan till den internationella räntenivån. I ett särskilt tekniskt appendix till detta avsnitt skildras i en högst förenklad modell för kapitaltransaktioner mellan Sverige och utlandet de jämviktsvillkor som föreligger samt hur störningar i detta läge kan uppstå resp. neutraliseras.

Jämviktsvillkoret — varvid med jämvikt menas frånvaron av finansiella kapitalrörelser mellan Sverige och utlandet — är formellt sett mycket enkelt. Den nominala avkastningen, mätt i utländsk valuta, skall vara densamma på alla kapitalmarknader, dvs. svenska indexlån skall ge samma (förväntade) nominalränta som svenska och utländska penninglån. Avgörande för om jämvikt uppnås blir således dels räntedifferensen på den svenska kapitalmarknaden dels de *i utlandet* rådande förväntningarna om takten i den *svenska* prisstegringen.

Villkoret om paritet mellan olika länders räntenivåer modifieras givetvis av de olika friktionsmoment varom tidigare talats. Vid placeringar i indexlån kan ett extra osäkerhetsmoment ingå i och med att dessa låns (nominala) avkastning beror av prisnivåutvecklingen i Sverige. Det gäller dock endast under förutsättning att prisutvecklingen utomlands och i Sverige inte förväntas ha något inbördes samband. Tror den utländske placeraren i stället, att prisutvecklingen i det egna landet och i Sverige har ett positivt samband, uppfyller indexlån även utlänningarnas krav på skydd mot inhemska penningvärderisker.

Balansstörningar

Här skall studeras hur förhållandena på den svenska kapitalmarknaden påverkas av yttre inflytelser och den roll som indexlånens förekomst därvid spelar. Om vi tills vidare utgår från att ett läge med jämvikt såväl inåt som utåt etablerats, kan balansstörningar uppstå av följande orsaker.

I det första fallet kan förväntningarna utomlands (och i Sverige) genomgå en

förskjutning, som innebär en starkt ökad — eller minskad — inflationstakt i samtliga länder, således även i vårt land. Om (den nominala) räntenivån i utlandet inte samtidigt ändras i samma riktning får den svenska indexlånemarknaden ett bättre avkastningsläge än övriga marknader. Resultatet kan bli en inströmning av finansiellt kapital för placering i indexlån, dvs. vad som brukar benämnas kapitalimport. Går förväntningsförskjutningen åt andra hållet, försätts den svenska indexlånemarknaden i ett sämre avkastningsläge än övriga marknader. Så länge som vår penningränta ligger i paritet med den internationella nivån behöver en förväntningsförskjutning av det sistnämnda slaget dock inte leda till direkt kapitalflykt. Kapitalexport kan emellertid äga rum på annat sätt, nämligen om låga upplåningskostnader föranleder utländska låntagare att emittera indexlån på den svenska marknaden. Vidare kan det uppstå en benägenhet bland utländska innehavare av svenska indexlån att ta hem sina tillgångar för placering i det egna landets nominallån, om en tillräcklig marginal mellan nominalräntorna i de två länderna ej föreligger.

Tidigare har visats att balansen på den dubbla kreditmarknaden kan återställas endast genom en anpassning av räntedifferensen till de nya förväntningarna. Den väsentliga skillnaden föreligger dock, att medan anpassningen i en isolerad kreditmarknad kan ske via antingen penning- eller indexlåneräntan, måste den i detta fall ske genom förändringar av realräntan. Den svenska räntepolitiken ställs således inför den dubbla restriktionen, om man vill undvika kapitalrörelser i olika riktningar, att dels hålla en nominalräntenivå som (med tillägg för friktionsförluster) i stort sett överensstämmer med den »internationella» nivån dels anpassa differensen mellan penning- och realränta så, att indexlåns nominala avkastning inte överstiger den »internationella» räntenivån.

I det andra fallet antar vi att man i utlandet ändrar sina förväntningar från allmän likformighet till att vänta sig att inflationstakten i Sverige blir snabbare (resp. långsammare) än i övriga länder. Resultatet blir även här kapitalrörelser riktade till eller från den svenska indexlånemarknaden, vilka med penningpolitiska medel kan motverkas endast genom en anpassning av räntedifferensen via realräntan. En särskild svårighet skulle i detta fall kunna vara, att de utländska spekulanternas förväntningar rörande den svenska inflationstakten inte delas av den svenska allmänheten.

Den sistnämnda formen av balansstörningar skulle dock av olika skäl kunna tillmätas mindre betydelse än den föregående. För det första kan förväntningar om valutapolitiska åtgärder i form av depreciering (eller appreciering) kunna verka återhållande på i varje fall mera långfristiga engagemang i svenska indexlån. Såsom närmare utvecklats i appendix till detta avsnitt kan man genom en lämplig deprecierings- eller apprecieringspolitik helt eliminera speciella avkastningseffekter från indexlån. En sådan politik är tänkbar också av det skälet, att man eftersträvar att upprätthålla ett på sikt oförändrat realt bytesförhållande mellan länderna. Valutapolitiken ingår däremot ej i bilden när man förväntar sig *samma* inflationstakt i alla länder — och detta också inträffar.

För det andra vilar kapitalrörelser av det här avsedda slaget, som motiveras av förväntningar om olika takt i de enskilda ländernas prisutveckling, på mera komplicerade överväganden än i det föregående fallet. Inslaget av spe-

kulativ verksamhet är avsevärt större och risktagandet ökar. För det tredje bör det finnas utrymme för de svenska myndigheterna att genom ekonomisktpolitiska åtgärder eller på annat sätt påverka omvärldens uppfattning om den svenska penningvärdeutvecklingen och därmed minska i varje fall sådana spekulativa transaktioner, som föranleds av förväntningar om en långt starkare inflation (eller deflation) i Sverige än i det egna landet.

Det förefaller sålunda som om dessa olika faktorer pekar på att kapitalrörelser i syfte att utnyttja en starkare inflationstakt i Sverige kommer till stånd endast när skillnaderna i förväntad prisutveckling är betydande mellan vårt land och det land varifrån transaktionen utgår.

Realräntans anpassning

Även om fenomenet avgränsas till att endast avse allmänna förskjutningar i omvärldens förväntningar rörande en i Sverige och utlandet likformig penningvärdeutveckling, måste det ändå betecknas som ett högst betydelsefullt problem i samband med en svensk övergång till indexlån. Vid fria kapitalrörelser mellan ett större antal länder, t. ex. i Västeuropa, skulle den svenska indexlånemarknaden 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 är att dämpa efterfrågan genom en sänkning av realräntan. Om förväntningarna inriktas på stabilt penningvärde eller en deflationistisk utveckling uppträder ett extra utbud på den svenska indexlånemarknaden från utländska låntagare eller utländska innehavare av svenska indexlån.

Under förutsättning att de svenska myndigheterna önskar undvika omfattande kapitalrörelser av detta slag (se dock nedan) måste realräntan anpassas till de ändrade förväntningarna. Önskemålen 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.

Utlandets reaktioner

Mot de ovan förda resonemangen kan invändas, att det inte är givet, att den nominala räntenivån i utlandet förblir opåverkad av den skisserade processen. En allmän förskjutning av förväntningarna borde sålunda få samhällsekonomiska konsekvenser eller härröra ur ändrade ekonomiska förutsättningar. Detta kan var för sig föranleda penningpolitiska åtgärder i form av t. ex. en ränteändring.

Även om en dylik hypotes synes plausibel förändras dock knappast den allmänna bilden, såvitt gäller den svenska indexlånemarknadens prisbildningsproblem. Avkastningsnivån på denna marknad reagerar således omedelbart inför förväntningsändringar, medan det förefaller rimligt att tro, att penningräntan fortfarande kommer att reagera mycket trögt inför attitydförskjutningar, som gäller penningvärdeutvecklingen på längre sikt. Denna eftersläpning torde vara tillräckligt stor för att framkalla de ovan påtalade balansstörningarna på den svenska kreditmarknaden.

Det bör tilläggas, att det i detta sammanhang inte finns möjlighet att spekulera över de allmänna politiska konse-

kvenser som en svensk indexlånemarknad kan få och dess påverkan på rådande uppfattningar i andra länder om penningräntans innebörd vid föränderligt penningvärde.

Däremot finns det anledning att betona, att *kapitalrörelserna* som sådana skulle kunna få penning- eller valutapolitiska konsekvenser i utlandet. Om tillkomsten av indexlån skulle innebära, att placerarna i ett större antal länder uppfattade den svenska indexlånemarknaden som ett attraktivt investeringsmål, försvagas de berörda ländernas valutasituation. Eftersom orsaken härtill är en räntedifferens mellan Sverige och utlandet bör det effektivaste medlet vara att överlag höja nominalräntan.

Frågan är dock om den kapitalflykt, som träffar varje enskilt land, är tillräckligt stor för att leda till så kännbara konsekvenser, att de anses böra elimineras genom en allmän räntehöjning. I varje fall förefaller det troligt, att tidsfaktorn även i detta fall verkar till nackdel för stabiliteten på den svenska indexlånemarknaden: de svenska myndigheterna kan således tvingas till motåtgärder mot den samlade efterfrågeökning, som skapas av kapitalrörelserna, långt innan dessa i varje enskilt land fått annat än en marginell effekt på valutareserven.

Slutomdömet om möjligheterna att vid införandet av en svensk indexlånemarknad utan utländska motsvarigheter undgå inflytandet från internationella kapitalrörelser, när sådana kan ske utan restriktioner, måste med nödvändighet bli osäkert. Den för slutsatserna väsentliga frågan, om indexlånens förekomst framtvingar en räntepolitik i andra länder, som motverkar kapitalrörelserna, beror av en rad institutionella faktorer Till de viktigaste hör storleken av den integrerade kapitalmarknaden, de enskilda ländernas »känslighet» för förändringar i valutareserven etc.

4.3 Konjunkturpolitiska aspekter

Det är dock möjligt att angripa kärnpunkten i det förda resonemanget. Denna är antagandet, att de kapitalrörelser som framkallas av indexlånemarknaden under alla förhållanden är negativa företeelser. Att i detta sammanhang utförligt beskriva de egenskaper, som kapitalimport resp. kapitalexport har för ett land, är inte möjligt. Några påpekanden kring huvudproblematiken torde dock vara tillräckliga för att belysa frågeställningen.

Kapitalrörelser till och från ett land kan vara ibland önskvärda, ibland acceptabla. En kapitalimport har såsom omedelbar effekt en förstärkning av landets valutareserv och därmed också en ökning av den interna likviditeten. Om en räntehöjning genomföres för att åstadkomma en kreditåtstramning och därigenom bryta en inhemsk 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.

Man finner således, att i ett högkonjunkturläge en kapitalexport förefaller

gynnsam ur den interna likviditetens synpunkt och kan accepteras även med avseende på valutareserven, med undantag för det fall att efterfrågeöverskottet härrör ur en intern kostnadsinflation, då en förstärkning av valutareserven ter sig önskvärd. Den räntepolitik, som i detta läge bedrives, har å andra sidan ett kapitalinflöde som troligaste följd.

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

Resonemanget visas enklast genom ett exempel: Antag att penningräntan i Sverige och utlandet till en början är 5 % och realräntan i Sverige 2 %. Dessa räntesatser har skapat ett tillstånd av jämvikt på den internationella kapitalmarknaden; prisnivåförväntningarna bör således vara ungefär 3 %. En konjunkturstörning drabbar nu såväl Sverige som utlandet. För att uppnå en kreditåtstramning höjs alla räntesatser med 1 procentenhet. Om nu samtidigt en förskjutning uppåt av prisnivåförväntningarna från 3 till 6 % skulle inträffa, måste penningräntas i Sverige höjas ytterligare från 6 till 9 %. Sker ingen motsvarande räntehöjning utomlands kommer en kapitalrörelse igång mot *både* penning- och indexlånemarknaden, där avkastningen i båda fallen i utländsk varluta utgör 9 %.

Indexlån som valutapolitiskt medel

Det finns å andra sidan vissa egenskaper hos indexlånemarknaden som gör det möjligt att i ett läge med intern efterfrågeexpansion och samtidig försvagning av valutaläget utnyttja den för en kapitalimport utan påspädning av den interna likviditeten. Indexlånemarknadens uppkomst kan innebära, att kapitalrörelserna i större utsträckning erhåller långfristig karaktär och därmed riktas mot obligationsmarknaden. Om kapitalrörelserna i samband med en isolerad svenskt räntehöjning i första hand gäller indexlån och denna efterfrågan tillgodoses genom ett utbud av statliga indexobligationer, skulle riksbanken kunna öka sin valutareserv utan påspädning av bankernas likviditet. Resonemanget kan analogivis tillämpas även på lågkonjunkturfallet.

Det allmänna intrycket blir att indexlånemarknaden närmast förstärker de tendenser till kapitalrörelser, som uppstår när ett land försöker föra en självständig räntepolitik, men att någon principiellt sett ny svårighet uppstår. Det kan mot den bakgrunden synas fåfängt att ställa frågan, om det vore möjligt att med indexlånemarknadens hjälp nå det motsatta resultatet, dvs. styra kapitalrörelserna i en annan riktning än räntepolitiken i och för sig stimulerar till.

Det klassiska fallet för ett svårlöst samband mellan räntepolitik och den externa likviditetens utveckling är ett samhälle med depressiva tendenser, som önskar stimulera den inhemska aktiviteten genom räntesänkningar men — utan valutareglering och med låsta växelkurser — såsom konsekvens härav får kapitalflykt, valutaavtappning och ett ytterligare begränsat utrymme för efterfrågestimulerande politik. Såsom lösning av detta problem har diskuterats möjligheten av en självständig inhemsk räntepolitik genom en målmedveten differentiering mellan den »långa» och den »korta» räntan. Den förra anpassas till den nivå, som gagnar den inhemska aktiviteten, medan den korta räntan bestäms av hänsyn till kapitalrörelsernas riktning och omfattning. Förutsättningarna för att denna politik skall lyckas är dock att man på ett tillfredsställande sätt kan skilja på »lång» och »kort» marknad. Särskilt i den svenska kreditmarknaden med dess starka dominans av bankkrediter för in-

vesteringsprojekt är det svårt att undgå en stark bindning mellan bankkreditmarknadens och obligationsmarknadens räntor.

Under vissa förutsättningar skulle indexlånemarknaden öka möjligheterna för en differentierad räntepolitik av det angivna slaget. Såsom närmare utvecklades i avsnitt 3.2 kan sambandet mellan »kort» och »lång» ränta få ett delvis nytt innehåll i en dubbel kreditmarknad, om det skulle visa sig att räntedifferensen på bankkreditmarknaden styrs av andra krafter än de som avgör förhållandet mellan penning- och realränta på kapitalmarknaden. Det följer i så fall av att förväntningarna om prisnivåutvecklingen på kort sikt kan genomgå förändringar som endast i mycket liten utsträckning påverkar den långsiktiga bedömningen. Om dessutom indexlånemarknadens utveckling drivits därhän, att penninglån förbehålles de allra kortaste kontrakten, medan indexlån dominerar övrig kreditgivning ner till exempelvis växelkrediter och kassaräkningar i bankerna, öppnas ett visst utrymme för en differentiering mellan kort penningränta och lång realränta. I ett depressivt skede kan då realräntan sänkas för att stimulera den inhemska aktiviteten samtidigt som penningräntan bibehålles eller t. o. m. höjes i syfte att undvika kortfristiga kapitalrörelser till utländska kreditmarknader.

Det bör dock observeras att den omvända metoden inte kan användas i ett högkonjunkturläge, när en allmän räntehöjning eftersträvas. I det fallet är man under alla förutsättningar bunden till den internationella nominalräntenivån på det sätt som tidigare beskrivits. Ett land med en renodlad reallånemarknad tvingas således även det att föra en nominalräntepolitik, om det inte vill förstärka en inhemsk överlikviditet genom kapitalimport.

Appendix till avsnitt 4

Nedan återges den formella bakgrunden till de resonemang som föres i avsnitt 4, främst de samband som råder mellan utländska indexlåns avkastning i det egna landets valuta och den valutapolitik, som föres i utlandet.

Symboler:

K_i = det placerade kapitalets värde i inländsk valuta

K_u = det placerade kapitalets värde i utländsk valuta

V_u = inköpta utländska värdepapper (nominellt värde) i utländsk valuta

w = växelkursen mellan 1 utländsk penningenhet ($1U$) och en inländsk penningenhet ($1I$), dvs.:

$$1U = 1I \cdot w$$

m_i = eff. nominal avkastning på inländska placeringar

m_u = eff. nominal avkastning på utländska placeringar

r = den utländska realräntan (= nominell räntesats på indexlån i utlandet)

$\bar{p}_i$ = förväntad prisstegring/år i inlandet

p_u = förväntad prisstegring/år i utlandet

Eff. nominal avkastning på utländska indexlån i *utländsk valuta*[1]:

$$(1)\ K_{u^0} = \frac{r \cdot V_u(1+p)}{1+m_u} + \frac{r \cdot V_u(1+p)^2}{(1+m_u)^2} + \cdots$$

$$\cdots + \frac{r \cdot V_u(1+p)^n}{(1+m_u)^n} + \frac{V_u(1+p)^n}{(1+m_u)^n}$$

Dessa belopp i utländsk valuta överföres till inländsk valuta vid följande

[1] Termen p betecknar här den procentuella indexstegringen/år i *utlandet*.

tidpunkter (t) och till valutakurserna w_t (där $t = 1, 2, \ldots n$ avser slutet av resp. år):

År

1 $r \cdot V_u(1+p) \cdot w_1$

2 $r \cdot V_u(1+p)^2 \cdot w_2$

$\vdots$ $\vdots$

t $r \cdot V_u(1+p)^t \cdot w_t$

$\vdots$ $\vdots$

n $r \cdot V_u(1+p)^n \cdot w_n + V_u(1+p)^n \cdot w_n$

Eff. nominal avkastning i *inländsk* valuta blir således

$$(2a)\quad K_{i0} = \frac{r \cdot V_u(1+p) \cdot w_1}{(1+m_u)} + \cdots +$$

$$+ \frac{r \cdot V_u(1+p)^n \cdot w_n}{(1+m_u)^n} + \frac{V_u(1+p)^n \cdot w_n}{(1+m_u)^n}$$

$V_u = \frac{K_{i0}}{w_0}$ varför

$$(2b)\quad K_{i0} = \frac{r \cdot K_{i0}(1+p)}{(1+m_u)} \cdot \frac{w_1}{w_0} + \cdots +$$

$$+ \frac{r \cdot K_{i0}(1+p)^n}{(1+m_u)^n} \cdot \frac{w_n}{w_0} + \frac{K_{i0}(1+p)^n}{(1+m_u)^n} \cdot \frac{n}{w_0}$$

Om $\frac{w_t}{w_0} = (1+p)^t$ följer direkt att

$m_u = r$.

Om $\frac{w_t}{w_0} = 1$ är $m_u = r(1+p) + p$.

Det betyder att om växelkursen från läget w_0 förändras i *omvänd proportion* till förändringar av den utländska prisnivån, dvs. den utländska valutan deprecieras i takt med den utländska prisstegringen, elimineras helt indextilläggens effekt på avkastningen.

[Sambandet framgår måhända klarare om uttrycket $\frac{w_t}{w_0}$ i ekvation (2b) ersättes med $(1+d)^{-t}$, där (d) betecknar den årliga deprecieringstakten, dvs. den procentuella reduktionen av den utländska valutans värde i inländsk valuta.

Då blir

$m_u = r$ när

$(1+d)^t = (1+p)^t$]

Vi antar nu att placeringar i utländska indexlån sker när $m_u > m_i$. Vid placeringar i indexlån blir villkoret:

$$r + \bar{p}_u > m_i.$$

[En real kalkyl ger givetvis samma resultat, dvs. placeringar sker när $m_u - \bar{p}_i > m_i - \bar{p}_i$. Vid placeringar i indexlån blir villkoret: $r + \bar{p}_u - \bar{p}_i > m_i - \bar{p}_i$.]

För att belysa de samband som kan uppstå mellan utländska kapitalmarknader och den svenska kapitalmarknaden, skall följande enkla modell användas.

För finansiella placeringar finns i utlandet bara penninglån tillgängliga. Vid processens början råder jämvikt på den internationella kapitalmarknaden, vilket antas inträffa när penningräntan är densamma i Sverige och i utlandet. För en person i utlandet är således

(a) $m_i = m_u = m_s$,

där m_s betecknar den svenska penningräntan. Vidare antas en marknad för indexlån uppstå i Sverige med realräntan r. I utlandet erhålles sålunda en ny placeringsmöjlighet, där den nominala avkastningen — utan hänsyn till växelkurserna — är

(b) $m_u = r + \bar{p}_s$,

dvs. beroende av dels den svenska realräntenivån dels den prisutveckling som förväntas äga rum i Sverige betecknas $\bar{p}_s$.

Om $r + \bar{p}_s = m_i$ påverkas ej det internationella marknadsläget; jämvikt råder i den ovan angivna meningen. För

åskådlighetens skull skall vi vidare anta att det specialfallet inträffat att

$$\bar{p}_i = \bar{p}_u = \bar{p}_s$$

dvs. inflationstakten väntas bli densamma i alla länder. Det betyder att

(d) $m_i - \bar{p}_i = r$,

dvs. att även *real*räntenivån är densamma i Sverige och i utlandet.

Den sistnämnda förutsättningen är inget nödvändigt jämviktsvillkor. Det utgöres fortfarande av likheten

$$r + \bar{p}_s = m_i.$$

Dessa jämviktsvillkor gäller så länge som valutakurserna mellan Sverige och utlandet väntas vara oförändrade.

Vi skall nu studera störningar i jämviktsläget.

1) Vi antar först att förväntningarna genomgår en allmän förskjutning, som innebär att man förväntar sig en likformig stegring av inflationstakten i alla länder. Under förutsättning att samtliga marknadsräntor är oförändrade rubbas jämvikten på indexlånemarknaden, dvs.

$$r + \bar{p}_s > m_i$$

i de utländska subjektens kalkyl. Däremot kvarstår jämviktsvillkoret för penninglånemarknaden dvs.

$$m_i = m_s.$$

Resultatet blir således enligt förutsättningarna en inströmning till Sverige av kapital från utlandet för placering i indexlån. I princip bör denna efterfrågan pågå till dess att förhållandet mellan m_u och m_i åter är

$$r + \bar{p}_s = m_i.$$

Ur svensk synpunkt är det väsentliga att jämvikten kan med *penningpolitiska* medel återställas endast genom en sänkning av realräntan. En höjning av penningräntan skulle rubba jämvikten på den internationella penninglånemarknaden så länge som räntenivån i utlandet är oförändrad.

Frågan är då om jämvikten utan ränteförändringar kan återställas genom *valutapolitiska* åtgärder. Såsom framgått av det föregående skulle en fortlöpande depreciering i samma takt som den inhemska prisnivån stiger eliminera avkastningseffekten av de svenska lånens indextillägg för utländska placerare. Om en sådan valutapolitik allmänt förväntas, uppstår ej någon balansrubbning. Men just med de här rådande förutsättningarna, där prisstegringstakten väntas bli *densamma* i Sverige och i utlandet, bör man kunna vänta sig att prisstegringarna inte föranleder någon som helst valutakursförändring, även om valutakurspolitiken i varje land är autonomt styrd. Det reala bytesförhållandet länderna emellan är oförändrat (vid likformighet även i de enskilda varuprisernas förändringar), varför någon anledning till växelkursförändring ej finns hos någon part.

2) Vi antar att man i utlandet ändrar sina förväntningar från allmän likformighet till att gälla en *snabbare* inflationstakt i Sverige än i utlandet. Även i detta fall påverkas jämviktsläget på indexlånemarknaden, eftersom den nominala avkastningen på indexlån blir större än nominalräntan på penninglånemarknaden, dvs.

$$m_u = r + \bar{p}_s > m_i = m_s.$$

I detta fall skulle dock förväntningar om valutapolitiska åtgärder i form av en depreciering kunna verka återhållande på kapitalöverföringar till Sverige för placering i indexlån. En depreciering i ungefär den takt, som motsvarade den svenska prisstegringens försprång framför den i andra länder, skulle eliminera den i förhållande till penninglån ökade avkastningen på

svenska indexlån. Den skulle vidare te sig trolig, om ett oförändrat realt bytesförhållande är det för valutapolitiken vägledande. Förutsättningen är dock att placerarna inte på grundval av andra överväganden, t. ex. information om internationella avtal om oförändrade växelkurser, anser sig kunna utgå från att en olikartad inflationstakt (inom vissa gränser) ej föranleder någon depreciering.

Vid förväntningar om en *långsammare* prisstegringstakt i Sverige än i utlandet kan det omvända resonemanget föras.

5. *En begränsad indexlånemarknad*

5.1 Motiv

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. En sådan politik kan ses antingen som ett led i en utvecklingsprocess fram till en normalt fungerande indexlånemarknad eller också som en definitiv lösning av indexlånefrågan.

Ransonering av indexlån

I en reglerad kreditmarknad, där avsikten är att den prioriterade kreditgivningen fortfarande skall ske på penninglånemarknaden, ligger det vidare nära till hands att acceptera införandet av indexlån endast under sådana former, att marknadens utbredning kan kontrolleras med andra än räntepolitiska medel. Önskemålet att hålla efterfrågan på indexlån tillbaka kan således i det läget bli en dominerande beståndsdel i indexlånepolitiken, varför icke marknadsförbara och strikt ransonerade indexlån ter sig som den enda möjligheten att till acceptabla avkastningsvillkor tillgodose behovet av värdesäkring (se avsnitt 2.2).

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 framkallad flykt till realvärden med efterfrågestegrande konsekvenser. Erfarenheterna av liknande aktioner i form av till hushåll specialdestinerade låneemissioner tyder dock på att resultatet främst blivit en omplacering av medel från andra placeringsformer till statsobligationer.

Det måhända starkaste motivet för att införa indexlån i den här avsedda formen ligger dock på ett annat plan. För att indexlån utan inskränkningar skall kunna fylla sin funktion som värdesäkra placeringar krävs, att de beskattas efter reala principer. De utredningar, som utförts i avdelning II, visar dock att en separat real beskattning av indexlån kan accepteras endast om skattefriheten för indextillägg förbehålles av staten emitterade indexlån utan marknadsförbarhet. Det måste därvid bli fråga om en speciallagstiftning, varigenom innehavarna av vissa statliga indexlån befrias från skatteplikt för erhållna indextillägg.

Indexlåneexperiment

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 attityden 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 indexlånemarknaden till en liten sektor också kan begränsa dess eventuellt skadliga verkningar. Experimentet skulle dessutom kunna avbrytas vid en godtycklig tidpunkt.

Det kan dock ifrågasättas om det experimentella värdet av en indexlånemarknad utan marknadsmässiga egenskaper är särskilt stort. Ett begränsat experiment bör sålunda ge begränsade erfarenheter. Den enda — ehuru i och för sig värdefulla — information, som på detta sätt kan erhållas, är att man kan få en uppfattning om allmänhetens intresse för indexlån och de prisnivåförväntningar, som existerar. En förutsättning härför är dock, att man också i den begränsade marknaden söker bedriva en viss prispolitik för att därmed utröna efterfrågefunktionens utseende (se nedan). Däremot kan man naturligt nog inte skaffa sig några erfarenheter av den penningpolitiska problematiken i en dubbel kreditmarknad.

Inte heller erhålles något underlag för indexlåneformens vidare spridning till den privata kreditsektorn genom enskilda låntagares erfarenhet av den nya låneformen. Snarare finns det risk för att introduktionen av indexlån som en särskild statlig förmån för vissa placerargrupper ger dem prägeln av socialpolitiskt motiverade åtgärder i stället för en kontraktsform vid kredittransaktioner. Om en sådan uppfattning skapas, torde den i första hand följa av statsmakternas egen attityd till indexlånemarknaden, ådagalagd genom deras tvekan att införa indexlån som en normal låneform.

Om dessutom politiken visavi indexlånens räntesatser förs på ett sådant sätt, att deras realräntor — avsiktligt eller oavsiktligt — överstiger penninglånens reala avkastning, kan intrycket av indexlån som en exklusiv statlig förmån befästas. Hithörande frågeställningar — som således riktar sin udd mot tanken på en begränsad indexlånemarknad som ett led i en utvecklingsprocess — behandlas närmare nedan i anslutning till diskussionen av övergången från emissioner av icke marknadsförbara indexlån till en normalt fungerande indexlånemarknad.

5.2 Indexreglerade sparobligationer

Vi antar här, att huvudsyftet med införandet av indexlån i icke marknadsmässiga former är att tillgodose behovet av värdesäkring och inte endast att erhålla en tillfällig likviditetsminskning hos allmänheten. I förgrunden träder då de i hög grad illikvida och långsiktiga sparformer, som representeras av pensions- och sparförsäkringar. En viss vägledning kan man också erhålla ur hypotesen, att värdesäkringsfrågan är särskilt svår att lösa för innehavare av mindre förmögenheter, dvs. de s.k. småspararna. Dessutom kan det hävdas att behovet av indexlån är särskilt stort i sådana 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 och andra juridiska personer av icke-kommersiell karaktär.

Ett resultat av dessa överväganden är, att indexlån bör ställas till förfogande för hushållen, direkt genom statliga obligationsemissioner, eventuellt också indirekt genom bankerna. Vidare torde därav också följa, att värdesäkringsproblemen inom liv- och pensionsförsäkringssektorn bör lösas.

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 och vilka avkastningsvillkor, som skall beredas 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. Nedan anges några principiella och praktiska problem vid konstruktionen av indexreglerade sparobligationer.

Lånens uppläggning

Det enklaste sättet att ställa värdesäkra placeringsmöjligheter till förfogande för hushållen vore att emittera realobligationer av sparobligationstyp, dvs. i mindre valörer och med kapitaliserad ränta. De eventuellt upplupna indextilläggen skulle därvid utbetalas i samband med obligationernas inlösning. Dessa indexlån skulle till sin konstruktion kunna utformas med de under 1960 och 1961 utgivna sparobligationslånen som förebild. De får sålunda försäljas endast till fysiska personer och obligationsinnehavaren registreras. På obligationerna angives vidare att de inte får överlåtas, pantsättas eller belånas. (Däremot torde det vara nödvändigt att tillåta äganderättsövergång på grund av arv, bodelning, testamente eller exekutivt förvärv, såsom skett med 1960 och 1961 års sparobligationslån.) Obligationerna inlöses till fixerade *reala* kurser. Om den period, varunder rätt till inlösen föreligger, sammanfaller med obligationernas löptid, neutraliseras därmed helt likviditetseffekten av förbudet mot överlåtelse.

Ett särskilt avgörande måste träffas i frågan, huruvida de skall ransoneras eller ej genom en begränsning av den individuella inköpsrätten. 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.

Räntevillkoren

Det ofrånkomliga inslaget av godtycke vid valet av avkastningsvillkor för de indexreglerade obligationerna har tidigare betonats. Observeras bör därvid att den av staten erbjudna räntan har ett direkt samband med hur det svårtydda begreppet »behov av indexlån» kommer att uppfattas. Skulle indexlånens räntesatser sättas så högt, att de överensstämmer med räntan på motsvarande former av penninglån, blir otvivelaktigt behovet av indexlån mycket stort i den meningen, att efterfrågan på de indexreglerade sparobligationerna är betydande, när inflationsförväntningar allmänt råder.

Genom att begränsa inköpsrätten får centralbanken å andra sidan en betydande frihet vid valet av räntevillkor, dvs. realräntan kan hållas på en relativt hög nivå. Det kan tolkas som ett uttryck för önskan att bereda småsparare en bättre real avkastning än de skulle kunna erhålla i en fri marknad. Om detta innebär, att den reala avkastningen på reallån blir större än på andra statsobligationer i nominallånets form, måste det medföra ökade upplåningskostnader. Medan en dylik kostnadsökning kan negligeras vid en direkt utlåning till hushållen i förhållan-

devis begränsad omfattning, får dock den statsfinansiella problematiken större dimensioner i det fall, att värdesäkringsfrågan för liv- och pensionsförsäkringstagarna skall lösas på grundval av liknande värderingar (se nedan).

5.3 Försäkringstagarnas värdesäkringsproblem

De överväganden, som sammanhänger med en statlig aktion i syfte att lösa liv- och pensionsförsäkringstagarnas värdesäkringsfrågor, kan varieras på en mångfald sätt. De nedan uppställda principerna är därför endast ett urval.[1]

Underlaget för de olika uttalanden i värdesäkringsfrågan, som gjorts av företrädarna för liv- och pensionsförsäkringstagarna, synes i första hand ha varit ett rättviseresonemang (se bl. a. kap. 1.3). Man har velat påvisa, att det långsiktiga, kontraktuellt bundna sparandet genom en kombination av låg-räntepolitik och penningvärdeförsämring erhållit en mycket låg real avkastning och att denna avkastning varit avsevärt lägre än den som erbjudits investerare i realkapital eller därmed jämställda placeringsformer, t. ex. aktier.

Tidigare har i detta betänkande betonats, att indexlån i och för sig inte utgör någon garanti för att sparandets reala avkastning blir högre än avkastningen på penninglån. Detta resonemang gäller i en fri marknad, där indexlån och penninglån samtidigt förekommer. Skulle indexlån införas under här angivna förutsättningar, där staten inom vissa gränser godtyckligt kan välja räntenivå för indexlånen, kan naturligtvis kraven på en högre real avkastning tillgodoses.

Det bör tillfogas, att opinionsyttringarna från försäkringshåll inte enbart gällt den otillfredsställande realräntenivån. Den vid långfristiga nominalkontrakt betydande osäkerheten om kontraktets reala innehåll och de framtida försäkringsförmånernas realvärde har också starkt betonats.

Försäkringsfondens konvertering

Vare sig man har rättvisekravet eller penningvärdeosäkerheten som utgångspunkt, skulle det kunna hävdas att försäkringstagarnas värdesäkringsfråga bör lösas genom en överföring av deras finansiella tillgångar i försäkringsbolagen till reallån. En sådan lösning kan också betraktas som en logisk konsekvens av att statsmakterna genom speciella emissioner möjliggör för hushållen att omplacera andra slag av tillgångar i värdesäker form.

För statens del skulle detta innebära, att en konvertering till reallån av försäkringsföretagens innehav av statsobligationer sker. Av tabell 11:4 framgår, att det för konvertering aktuella obligationsinnehavet hos livbolagen och SPP uppgår till ca 2,3 miljarder kronor (bokfört värde), vilket representerar ungefär 17 % av de totala försäkringsfonderna på knappt 14 miljarder. Det betyder att någon total lösning av värdesäkringsfrågan inte kan uppnås genom en statlig konverteringsaktion såvitt avser det redan löpande beståndet av försäkringar.

Redan den sistnämnda omständigheten gör, att värdet av en omfattande konverteringsaktion blir osäkert. Med nuvarande regler för fördelningen av försäkringsfondens överskott blir den uppnådda värdesäkringsgraden för de enskilda försäkringstagarna högst god-

[1] Det bör observeras, att de enda statliga åtgärder, som dryftas i detta sammanhang, är införandet av värdesäkra lån. Andra åtgärder, såsom t. ex. förändringar av försäkringsföretagens placeringsregler, behandlas ej.

tycklig, eftersom urvalskriteriet blir huruvida premiereserven placerats i statsobligationer eller ej. Skulle återbäringsreglerna ändras, så att indextilläggen på de statliga indexobligationerna kan fördelas jämnt över hela försäkringsbeståndet, blir å andra sidan aktionens innebörd närmast att jämställa med ett försök att öka försäkringssparandets genomsnittliga avkastning. Värdesäkring i meningen realt garanterade kontrakt erhålles inte för någon individuell försäkringstagare eller grupp av sådana.

Statsmakterna ställs också inför svårlösta gränsdragningsproblem när det gäller omfattningen av den ifrågasatta konverteringsaktionen. Eftersom konverteringserbjudandet rimligen måste avse vissa identifierade obligationslån, har man att antingen begränsa rätten att begagna sig av detta erbjudande till vissa namngivna innehavare eller också att för konvertering utvälja sådana lån, som helt eller delvis innehas av försäkringsföretagen. I det senare fallet undgås knappast att indexlåneformen sprids utanför försäkringssektorn.

Det bör tilläggas, att något klart motiv knappast finns för att ålägga staten som låntagare en moralisk skyldighet att hålla sina långivare skadeslösa för en på olika sätt definierad penningvärdeförsämring. Staten måste betraktas som ansvarig för räntepolitiken i allmänhet och skulle därför lika gärna kunna avkrävas kompensation för den penningvärdeförsämring som drabbat *alla* långivare, oberoende av vem som är låntagare. Se vidare kap. 10.3.

De invändningar, som kan riktas mot tanken att genom en konvertering av utelöpande statsobligationer lösa försäkringstagarnas värdesäkringsfråga, måste också gälla en övergång till reallån enligt liknande principer i statens löpande upplåning och vid avtalsenliga konverteringar. (Resonemangen på denna punkt torde ej påverkas av om en konvertering av redan utelöpande lån genomföres eller ej.) Huvudproblemet är här detsamma: frånvaron av hållbara principer för indexlånepolitiken så länge som försäkringsföretagens verksamhet genomgående vilar på nominala utfästelser till försäkringstagarna.

5.4 Realförsäkringar

Situationen skulle i väsentliga avseenden förändras, om introduktionen av statliga indexlån förbands med uppkomsten av försäkringsavtal med reala åtaganden. Försäkringsbolagens behov av indexlån skulle då sammanfalla med omfattningen av deras realförsäkringsrörelse. Godtycket i urvalet av till den begränsade indexlånemarknaden anslutna subjekt borde minska. Den väsentligaste vinsten är dock att statens insatser blev beroende av hushållen-försäkringstagarnas behov av värdesäkra kontrakt.

Den grundläggande tanken i ett dylikt projekt är, att den reala försäkringsrörelsen i huvudsak baseras på statliga indexlån. Det betyder att staten måste garantera ett utbud av indexobligationer, som har sådana avkastningsvillkor att försäkringsbolagen kan infria sina reala utfästelser. För försäkringar med under lång tid inflytande premier måste ett indexlåneutbud på längre sikt säkerställas.

Kalkylräntan vid realförsäkring

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. Var denna nivå ligger kan ej här be-

dömas. Ur de synpunkter, som tidigare hävdats i detta betänkande, synes det dock ofrånkomligt, att den garanterade avkastningen på realförsäkringar sättes lägre än på motsvarande nominala försäkringsavtal. Även om man bortser från förekomsten av inflationsförväntningar hos allmänheten, bör förmånen av skydd mot penningvärderisken åsättas ett pris i form av en lägre förväntad avkastning.

Också ett projekt av det antydda slaget medför vissa praktiska svårigheter. Till de centrala frågorna hör möjligheterna att bedöma den reala försäkringsrörelsens framtida utveckling, fluktuationer i allmänhetens benägenhet att köpa realförsäkringar och därmed innebörden av centralbankens åtagande att svara för försäkringsföretagens behov av indexlån. Allmänt gäller att svårighetsgraden av hithörande problem står i omvänd proportion till realförsäkringsrörelsens absoluta omfattning.

Till denna problemsfär hör även konsekvenserna för löpande försäkringsavtal av realförsäkringarnas uppkomst. Sker en övergång i större utsträckning från nominala till reala kontrakt uppstår ett behov för försäkringsbolagen att utbyta nominala fordringar mot reala. Såvida inte efterfrågan på realförsäkringar kan regleras av försäkringsföretagen genom en direkt ransonering, måste även denna fråga lösas via prissättningen.

Speciella åtgärder kan också vidtas i syfte att för vissa grupper 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 en betydande 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 beroende 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.[1]

5.5 Indexlåns vidare utveckling

Vid bedömningen av den begränsade indexlånemarknadens omfattning och utformning bör hänsyn tas till konkurrensförhållanden på kreditmarknaden. Indexlåneformens spridning till banksektorn framstår sålunda som en tänkbar konsekvens av att indexklausuler introduceras i statens direkta upplåning från hushållen och i försäkringsrörelsen. Om den indexreglerade inlåningen i större utsträckning skall täckas med för ändamålet till bankerna särskilt emitterade statsobligationer, uppstår i princip samma situation som vid motsvarande reform inom försäkringsrörelsen. De avsevärt större möjligheterna att anpassa den indexreglerade bankinlåningens räntesatser till nya och icke förutsedda situationer reducerar dock avsevärt de praktiska svårigheterna vid formuleringen av statens åtaganden i detta fall.

Det bör tillfogas att det under alla förhållanden knappast kan undvikas att bankerna kommer att stå som innehavare av statens indexobligationer, om sådana försålts till försäkringsbolagen. Försäkringsbolagen kan knappast bygga upp en försäkringsrörelse på indexlån, om dessa inte under löptiden kan reali-

[1] Antalet fribrev inom SPP uppskattas för närvarande till 40—50 000. Deras individuella storlek, premiereservens totala omfattning och placering kan dock inte klarläggas utan ingående undersökningar.

seras till bankerna. Alternativet är att staten förbinder sig att vid varje tidpunkt inlösa obligationerna till parikurs.

Slutligen skall erinras om att på den begränsade indexlånemarknadens utformning även bör ställas kravet, att den kan tjänstgöra som ett övergångsstadium till en utbyggd och fritt fungerande marknad. Enligt vad ovan sagts skulle hinder för en sådan övergång framför allt uppstå, om indexlånen får karaktär av en exklusiv statlig förmån, vars villkor sättes så att indexlån måste bli en dyrbarare upplåningsform. Något hinder torde å andra sidan inte föreligga, att på olika sätt specialdestinerade indexlån emitteras samtidigt som en reguljär marknad med öppen prisbildning skapas genom statliga indexlåneemissioner.

6. *Förväntningsattityder och marknadsförhållanden*

För resonemangen i detta betänkande har allmänhetens förväntningar angående den framtida prisutvecklingen och graden av osäkerhet i dessa förväntningar spelat stor roll. Det har sålunda betonats, att styrkan i den efterfrågan som vid givna avkastningsförhållanden kommer att riktas mot indexlån i väsentlig utsträckning torde bestämmas av förväntningsattityderna. Även frågan om *stabiliteten* hos allmänhetens förväntningar måste tillmätas en viss vikt, eftersom ofta förekommande förskjutningar i den allmänna uppfattningen om den framtida prisnivåutvecklingen kan kräva täta anpassningar av räntedifferensen och därmed leda till instabilitet i den relativa prisbildningen. Slutligen har i olika sammanhang antytts möjligheten att genom räntepolitiken påverka förväntningarna i riktning mot en mindre grad av penningvärdeosäkerhet.

Det torde sålunda vara av intresse att söka bilda sig en uppfattning om det mänskliga beteende, som döljer sig bakom termen förväntningsattityd, om hur förväntningarna uppstår och om de yttre faktorer, vilka kan antas påverka allmänhetens bedömning av den framtida prisnivåutvecklingen. Eftersom det i princip gäller uppfattningen om en så komplicerad företeelse som den samhällsekonomiska stabiliteten i en oviss framtid, torde en mångfald faktorer kunna användas som förklaringsgrunder. Syftet är att i översiktlig form söka renodla vad som kan antas vara de viktigaste av dessa faktorer.

Framskrivning av rådande tendenser

Det i ekonomiskt-teoretiska sammanhang vanligaste sättet att härleda förväntningar om utfallet av framtida händelser är att anta, att de är beroende av erfarenheterna från förfluten tid. Prisutvecklingen för en viss vara i period 1 antas sålunda ingå i förväntningarna om prisutvecklingen för samma vara under period 2. Detta kan också uppfattas som en viss tröghet i de agerande subjektens förmåga att anpassa sina förväntningar till förändrade förutsättningar. De väljer sålunda den enklaste metoden för prognoser: framskrivning av de tendenser, som faktiskt har uppträtt.

Som förklaringsgrund till uppkomsten av förväntningar rörande den framtida prisnivåutvecklingen torde detta enkla schema också ha en viss relevans. För medborgaren i gemen, som saknar insikt i en mera förfinad prognosteknik, utgöres den enda tillgängliga informationskällan av de indexserier, som utvisar den faktiska prisutvecklingen i förfluten tid. Osäkerheten i bedömningen uttrycks därvid i att avvikelser från

den iakttagbara trenden betraktas som sannolika.

Den mest uppenbara svårigheten vid det angivna förfarandet är valet av periodlängd bakåt i tiden, när framskrivning av utvecklingen skall ske för en given framtida period. En framträdande egenskap hos prisnivåns förändringar är således dess oregelbundenhet när periodlängden förkortas. Kring den mycket långsiktiga (och uppåtriktade) trenden kan den således förete konjunkturellt betingade svängningar, som då och då accelererar i form av häftiga prisstegringar eller prisfall vid ekonomiska eller politiska kriser. Är perioden inte längre än t. ex. ett år kan starka variationer i prisstegringstakten ske även under ett i övrigt ganska stabilt konjunkturellt förlopp.

Ju längre tidsperspektiv som anlägges vid bedömningen av den framtida prisnivåutvecklingen, desto större borde sålunda chanserna vara att den genomsnittliga prisstegringstakten överensstämmer med den som kan iakttas under en förfluten period av ungefär samma längd. Enda sättet att bilda sig en uppfattning om prisutvecklingen på femtio års sikt bör med andra ord vara att anlita den genomsnittliga prisutvecklingen under de senast förflutna femtio åren (varvid man dock kan råka i bryderi angående det antal krig eller andra kriser som kan inträffa under det närmaste halvseklet).

När det gäller förväntningar på avsevärt kortare sikt, t. ex. det närmaste decenniet, blir däremot utrymmet för individuella variationer — och därmed förväntningarnas osäkerhet — större. Även om ingen tvekan råder om att den under det förflutna decenniet redovisade allmänna ekonomiska bilden kommer att bestå, måste dock osäkerhet råda om framskrivningen skall innehålla någon form av ekonomisk störning, som erfarenhetsmässigt starkt påverkar den genomsnittliga prisförändringen men vars periodicitet — också erfarenhetsmässigt — överstiger tio år. Än större bör tveksamheten angående valet av periodlängd bli, om det närmast förflutna decenniet uppvisar ett otvetydigt brott i en långtidstrend. Genomsnittet för denna period kan då bli direkt missvisande som prognos.

Om resonemanget konkretiseras till att gälla den svenska ekonomin präglas den allmänna bilden av en fortskridande högkonjunktur, om vars fortvaro i och för sig föga tvekan synes råda. Framskrives prisnivåutvecklingen under denna period till att gälla även 1960- och 70-talen skulle resultatet bli att man förväntar sig en genomsnittlig prisstegring av nära 4,5 %. För det första ingår dock i erfarenheterna från det förflutna en händelse av engångskaraktär, som betecknar ett avsteg från den normala utvecklingen, dvs. Koreainflationen. Rensas uppskattningen av 50-talets inflation från dess inflytande sjunker genomsnittstalet för prisstegringen till ca 3 %. För det andra avmattades under 50-talets sista år den tidigare inflationistiska högkonjunkturen. Även av den anledningen kan efterkrigstidens prisutveckling uppfattas som ett något dubiöst mått på den fortsatta utvecklingen.

Tidsperspektivet

Om vi fortfarande förutsätter en utpräglad ovilja till enskilda bedömningar, grundade på spekulationer rörande tendenser och utvecklingsmöjligheter i framtiden, skulle allmänheten inför svårigheten att hitta den »rätta» periodlängden kunna reagera på två sätt. Antingen söker man på framtiden applicera erfarenheterna av prisnivåutvecklingen under en mycket lång period i syfte att därmed nå det »utjämnande»

värdet av olika korttidsfenomen. Eller också kommer man att enbart lita till erfarenheterna från de allra senaste åren i hopp om att därmed fånga in den »mest aktuella» trenden i utvecklingen.

Konsekvenserna av de båda reaktionssätten för den dubbla kreditmarknadens prisbildning blir följande. I det första fallet borde förväntningarna karaktäriseras av en betydande stabilitet. I det andra blir de mer eller mindre direkt beroende av den samtidigt pågående prisutvecklingen, vilket borde leda till en större instabilitet i förväntningarna. Detta behöver dock inte medföra särskilt stora och ofta återkommande förskjutningar i placeringsvanorna; det är sålunda inte säkert att förändringar i ett förväntningskomplex, som närmast har innebörden av ett vagt förmodande, också konkretiseras i handling, dvs. försök att förändra strukturen av vederbörandes finansiella förmögenhet. En betydande tröghet i anpassningen till ändrade förväntningar är således tänkbar.

Å andra sidan kan just uppkomsten av indexlån leda till en speciell typ av förväntningspåverkan, som nära ansluter till den senast nämnda förklaringsgrunden för bildandet av prisnivåförväntningar. Det kan tänkas att personer, vilka tidigare endast ägnat den pågående prisutvecklingen en förströdd uppmärksamhet och saknat närmare kunskaper om prisutvecklingen i förfluten tid, i och med tillkomsten av indexlån blir »indexmedvetna» på ett särskilt sätt. Deras attityd gentemot indexlån resp. penninglån kan då bestämmas av den relativa avkastning de erhållit på sina indexreglerade placeringar under närmast förfluten tid. Ger indexlånen en i förhållande till penninglån blygsam avkastning ett år, förskjuts deras preferenser nästa år i riktning mot penninglån och vice versa. Efterfrågan på de två placeringsformerna fluktuerar då i nära anslutning till den pågående prisutvecklingen.

Kort- och långsiktsförväntningar

Tesen att allmänhetens förväntningar genomgående är en avspegling av erfarenheterna från förfluten tid låter sig dock inte genomgående upprätthållas. För det första finns det anledning anta, att de på kapitalmarknaden dominerande placerarna, dvs. olika slag av kapitalmarknadsinstitut, för sitt val av långsiktiga placeringsprojekt kommer att använda sig av en mer sofistikerad prognosteknik. I varje fall förefaller det inte rimligt att tro, att dessa institut skulle låta sina förväntningar på lång sikt vara en enkel framskrivning av den i varje situation lättast iakttagbara prisnivåutvecklingen, dvs. den pågående. Skulle dessutom deras långsiktsförväntningar baseras på ett någorlunda enhetligt informationsunderlag torde utsikter finnas för en större stabilitet i den relativa prisbildningen.

För det andra måste det finnas situationer, när informationen om framtida händelser är så entydig och för alla uppenbar, att allmänhetens förväntningar om prisutvecklingen måste röna stark påverkan. Det gäller i första hand hotande ekonomiska och politiska kriser. I sådana fall sker likformiga och allmänna förskjutningar av förväntningarna, varvid det dock bör uppmärksammas att latituden i tolkningen av informationens innebörd kan vara mycket stor och därmed leda till en stor spridning av förväntningarna, både individuellt och mellan olika individer.

Dessa resonemang har knappast givit några entydiga svar på de inledningsvis ställda frågorna. Ett par hypoteser skulle dock kunna framläggas. För det

första torde de förväntningar, som tar sig uttryck i operationer på den långa marknaden, förete en avsevärt större stabilitet än t. ex. på bankkreditmarknaden. Denna förmodan styrks också av den större rörlighet i placeringsvanorna, som en kort marknad i form av bankinlåning tillåter. För det andra bör graden av osäkerhet i allmänhetens förväntningar och därmed också den interpersonella spridningen i förväntningarna ha ett samband med den samhällsekonomiska situationen i så måtto, att osäkerheten är störst i perioder, som föregåtts av utpräglad samhällsekonomisk instabilitet eller motsägande tendenser i prisnivåutvecklingen. Dessutom bör, självklart nog, hotande eller redan inträffade ekonomiska kristillstånd medföra samma fenomen. Att utpeka någon viss typ av samhällsekonomisk situation som den mest lämpliga för introduktionen av indexlån låter sig dock knappast göra.

Förväntningsinduktion

Den ovan lanserade teorin för uppkomsten av prisnivåförväntningar lämnar i och för sig inget större utrymme åt s. k. *förväntningsinduktion,* dvs. att allmänhetens förväntningar skulle anpassas till den i varje situation rådande differensen mellan penning- och reallränta. Två fall skulle dock kunna anföras där en dylik påverkan från marknadsprisbildningen kan äga rum.

Det första är dock snarare en följd av indexlånens uppkomst än av den omständigheten, att en räntedifferens existerar. Det görs ibland gällande, att allmänheten ofta inte gör klart för sig sambandet mellan prisnivåutvecklingen och realvärdet på längre sikt av sina finansiella fordringar. För dessa personer kan det te sig naturligt att i inledningsskedet, innan de hunnit skaffa sig ett annat informationsunderlag, grunda förväntningarna på marknadsprisbildningens utslag.

Det andra fallet hänför sig till en situation, när en viss osäkerhet råder om vilken innebörd den tillgängliga informationen skall ges med avseende på den framtida prisnivåutvecklingen. En naturlig reaktion hos långivare och låntagare i allmänhet kunde då vara att låta sitt handlande influeras av den »allmänna uppfattningen». Den anpassning av förväntningarna till räntedifferensen, som därmed kan ske, borde dock ha vissa begränsningar. Den på marknaden rådande räntedifferensen måste sålunda vara realistisk i den meningen, att den inte alltför utpräglat motsäger den allmänna erfarenheten av prisutvecklingen på längre sikt.

BILAGOR

BILAGA 1

Real beskattning av kapitalinkomster och kapitalvinster samt därmed sammanhängande frågor

Inledning

a. Nominalistisk beskattning av indexlån

Enligt den nominalistiska principen likställes indextillägg med ränta. Med en sådan beskattningsprincip förlorar indexreglerade kontrakt en del av de riskreducerande egenskaper, som är kontraktens ursprungliga syfte. Den värdesäkring, som nominalt beskattade indexlån ger, blir beroende av den skattesats, som tillämpas för det långivande eller låntagande subjektet. Endast i det fall skattesatsen är noll, ger indexlånen en fullständig värdesäkerhet i den meningen, att subjektet är garanterat en säker real avkastning efter skatt, oberoende av penningvärdeförändringarnas storlek. Vid högre skattesatser avtar värdesäkringsegenskaperna och subjektens osäkerhet beträffande den reala avkastningens storlek närmar sig alltmer den osäkerhet subjekten har beträffande den reala avkastningen på ett penninglån.

Om den ekonomiska analysen visar att ett nominalt skattesystem är till indexlånens nackdel genom att låneformens ursprungliga syfte inte helt kan förverkligas annat än för skattefria subjekt, så visar å andra sidan framställningen i kap. 8, vari huvudsakligen skatterättsliga och taxeringstekniska synpunkter anlägges, att en nominal beskattning av indexlån utan alltför stora svårigheter skulle kunna anpassas till skattesystemet i övrigt.

En dylik anpassning innebär att indexlån infogas i det enligt nominalistisk princip uppbyggda, nu gällande skattesystemet. Som tidigare nämnts innebär en nominalistisk beskattning av indexlån att lika väl som räntan på ett penninglån i sin helhet utgör skattepliktig intäkt för långivaren och avdragsgill kostnad för låntagaren, lika väl skall inte endast räntan utan även indextillägget på ett indexlån utgöra skattepliktig intäkt resp. avdragsgill kostnad. Indextillägget jämställes sålunda med ränta och skall därför bli föremål för samma beskattningsåtgärder som en sådan. En nominalistisk beskattning av indexlån får sålunda i princip anses innebära ett konsekvent fullföljande av gällande beskattningsnormer.

b. Real beskattning av indexlån

En real princip för indexlånens beskattning innebär att indextillägget betraktas som en amortering. Indextillägg utgör med detta betraktelsesätt en icke skattepliktig intäkt för långivaren samt en icke avdragsgill kostnad för låntagaren. Vid den nominala beskattningen utgör den monetära enheten — kronan —

grunden för värderingen. I ett realt system måste i stället en real enhet väljas. Med hänsyn till indexlånens syfte att ge säkerhet mot fluktuationer i den allmänna prisnivån och mot bakgrunden av den ekonomiska politikens mål att söka hålla ett stabilt penningvärde, varmed i första hand avses ett penningvärde mätt med en allmän konsumtionsprisindex, är det lämpligt att som enhet i ett realt skattesystem välja ett tal, vars värde, mätt med en allmän konsumtionsprisindex, är konstant.

Den tidigare analysen kring ett partiellt realt skattesystem utgick från att indexlån, reglerade med en viss index, skulle bli föremål för real beskattning, medan andra låneformer skulle följa nu gällande nominalistiska princip. Långivare och låntagare, som placerar resp. lånar upp i indexlån reglerade med en allmän konsumtionsprisindex, dvs. reallån, erhåller med en real beskattningsprincip säkerhet beträffande den reala avkastningen resp. den reala kapitalkostnaden efter skatt. På så sätt tillgodoses indexlånens syfte bättre än med tillämpning av en nominalistisk princip för beskattningen. Men ett bibehållande i övrigt av ett nominalistiskt betraktelsesätt i skattesystemet leder till en rad delvis mycket svårlösta problem. Dessa har blivit föremål för en utförlig beskrivning i kapitlen 7 och 9 och här skall endast några, för den kommande framställningen centrala frågor rekapituleras.

Nuvarande avskrivningssystem är baserat på en nominalistisk princip i och med att den historiska anskaffningskostnaden, mätt i kronor, ligger till grund för den skattemässiga avskrivningen. Ett bibehållande av denna princip leder till att företag icke finner realt beskattade indexlån förmånliga ur risksynpunkt utan snarast ofördelaktiga i jämförelse med penninglån. För ett penninglån ger en inflation, större än förväntat, visserligen en lägre real kapitalkostnad men samtidigt minskar också det reala värdet av avskrivningarna, om dessa är nominalt fixerade. En lägre inflation än förväntat ökar å andra sidan de reala kapitalkostnaderna men ökar också samtidigt det reala värdet av de skattemässigt tillåtna avskrivningarna. Införandet av en real beskattningsprincip är ej tillräckligt för att indexlån skall ge den eftersträvade säkerheten beträffande den reala avkastningen (när hänsyn tagits till såväl skatt som avskrivningar). För att uppnå indexlånens syfte och skapa ett större intresse för denna låneform från företagens sida är det därför nödvändigt att kombinera den reala beskattningsprincipen med en real metod för avskrivningarna.

Den avskrivningsmetod, som ger det förmånligaste resultatet när det gäller att inom företagen skapa gynnsamma förutsättningar för realt beskattade indexlån, är en indexvärdemetod med en vid fortgående inflation ständig uppskrivning av det skattemässiga avskrivningsunderlaget enligt samma index som gäller för de realt beskattade lånen. Vid tillämpningen av en sådan beskattningsmetod uppnås den eftersträvade säkerheten beträffande den reala avkastningen även för företag, som uppträder som låntagare. Av taxeringsmässiga skäl torde dock en indexvärdemetod böra tillämpas generellt, dvs. oberoende av om företagen har indexlån eller ej. Härigenom kommer emellertid penninglånens riskegenskaper att ytterligare försämras. En indexvärdemetod kan också kräva vissa justeringar av de regler, som för närvarande gäller i fråga om avskrivningarnas fördelning i tiden. Den korta avskrivningstiden för vissa subjekt har nämligen motiverats just med att avskrivningar inte får ske

på nuvärdet eller återanskaffningsvärdet.[1]

Slutsatsen blir att real beskattning av indexlån kan kräva införandet av en avskrivningsmetod, som genomgående innebär avskrivning på indexreglerade värden. Därmed har det reala betraktelsesättet införts vid beskattningen oberoende av vilken upplåningsform som kommer till användning.

Med utgångspunkt från real beskattning för en viss typ av indexlån samt nominal beskattning i övrigt blir långivares och låntagares indifferensvillkor vid valet mellan penninglån och realt beskattade indexlån beroende av skattesatsens höjd. Allmänt kan sägas att subjekt med höga skattesatser kommer att kräva en större räntedifferens än subjekt med lägre skattesatser för att resp. grupper skall finna indexlån och penninglån likvärdiga. Detta förhållande, vilket bl. a. ger upphov till en serie av penningpolitiska problem, har blivit föremål för en omfattande analys i de penningpolitiska kapitlen.

Genom en samtidig tillämpning av två principiellt olika skattesystem uppstår också problem på åtskilliga andra områden. Här behöver endast nämnas bankernas beskattning samt beskattningen av egna hem och allmännyttiga bostadsföretag.

Eftersom räntedifferensen mellan penninglån och indexlån på grund av skattefaktorn är större än vad som svarar mot en representativ prisnivåförväntan, erhåller bankerna — för vilka skillnaden mellan kapitalinkomster och kapitalutgifter beskattas enligt reglerna för beskattning av rörelsevinst — en onormalt hög räntemarginal. Detta förhållande kan bland annat medföra skatteflyktstransaktioner genom att bankerna utnyttjas som mellanled. Visserligen kan sådana transaktioner undvikas genom att indexlån även hos bankerna beskattas enligt real metod och behandlas som anläggningstillgångar och inte som omsättningstillgångar. Allmänt gäller emellertid att möjligheter till spekulativa transaktioner står öppna för alla skattesubjekt med skattesatser, vilka skiljer sig från de skattesatser, som vid rådande räntedifferens och vid en representativ förväntan om förändring i prisnivån ger likvärdighet mellan indexlån och penninglån.

Vid beskattningen av inkomsten av vissa fastigheter gäller för närvarande att intäkterna schablonmässigt uppskattas till ett visst procenttal av taxeringsvärdet. Detta procenttal svarar närmast mot en försiktigt beräknad nominal ränteavkastning på det i fastigheten nedlagda egna kapitalet. Utan förändringar av procenttalet — och en eventuell övergång till en realt inriktad kalkyl — kan realt beskattade indexlån bli mindre attraktiva för bland annat allmännyttiga bostadsföretag.

Beträffande en real beskattning av indexlån, som genomföres samtidigt med ett bibehållande av en nominalistisk beskattning av övriga låneformer, kan sammanfattningsvis sägas, att indexlånens egenskaper att vara realt säkrade kontrakt framträder fullt ut, men att

[1] Rent teoretiskt är det naturligtvis möjligt att tänka sig att avskrivningar enligt indexvärdemetoden endast fick förekomma för låntagare med realt beskattade indexlån. För att skattesystemet skall bibehålla en viss neutralitet för subjektens val mellan penninglån och indexlån fordras dock därvid att skilda avskrivningsregler även i övrigt tillämpas. Således måste avskrivningstiderna väsentligt utsträckas vid avskrivningar enligt indexvärdemetoden, om denna metod och därmed också indexlån inte skall förefalla alltför gynnsamma i förhållande till kombinationen penninglån (inkl. andra nominalt beskattade upplåningsformer) och avskrivningar på den ursprungliga anskaffningskostnaden. Det torde emellertid vara ogörligt att praktiskt administrera två avskrivningssystem parallellt, även om beskattningens neutralitet därigenom kan upprätthållas.

samtidigt en serie av förändringar i skattesystemet nödvändiggöres för att förhindra spekulation och för att upprätthålla beskattningens neutralitet i valet mellan penninglån och indexlån. Mot en sådan blandning av olika beskattningsprinciper talar också de penningpolitiska problem, som uppstår genom att indifferensvillkoren blir beroende av skattesatsens höjd.

Det finns sålunda anledning att närmare undersöka, hur skattesystemet mera generellt skall utformas för att indexlånens karaktär av värdesäkra kontrakt skall kunna bevaras utan att tillika ge upphov till sådana problem som uppstår vid den samtidiga förekomsten av två principiellt skilda beskattningsmetoder.

c. Motivering för införandet av en generell real beskattningsprincip

I de kapitel som behandlar skattefrågor har kommitténs betänkande koncentrerats kring frågan om beskattning av indexlån. Det främsta motivet för införandet av en mera allmän real beskattningsprincip kan sägas vara, att endast med en genomgående real princip för beskattning av kapitalinkomster och kapitalvinster samt för bestämning av avskrivningsunderlaget erhålles tillräckligt gynnsamma förutsättningar för en vidare spridning av indexlånen i kreditsystemet och på kapitalmarknaden. Den reala beskattningen kan sålunda betraktas som ett led i strävandena att skapa en »indexlånevänlig» miljö. De följande avsnitten innehåller en översiktlig diskussion rörande frågan varför ett genomgående realt betraktelsesätt vid beskattningen skapar bättre förutsättningar för en omfattande indexlånemarknad. I dessa avsnitt behandlas också de tekniska och praktiska möjligheterna att få till stånd ett beskattningsförfarande av real karaktär.

Men problemställningen kan också utvidgas till att gälla frågan hur skattesystemet lämpligen bör utformas i ett samhälle med föränderligt penningvärde, där förväntningarna i allmänhet är inställda på att dylika förändringar även i fortsättningen kan uppkomma. För närvarande gäller att exempelvis gränsdragningen mellan kapital, kapitalinkomst och kapitalvinst baseras på förutsättningen om ett någorlunda stabilt penningvärde eller åtminstone att kortsiktiga prisstegringar åtföljes av perioder med prissänkningar och att prisnivån på längre sikt sålunda är förhållandevis stabil.

Ett stabilt penningvärde på lång eller kort sikt har emellertid inte varit rådande under de senaste decennierna, som i stället karaktäriserats av en fortgående inflation med en från år till år varierande intensitet. Även om inflationsgraden i vårt land har varit förhållandevis låg i jämförelse med de kraftiga inflationer, delvis hyperinflationer, som har inträffat i en del andra länder, torde en ganska bestående osäkerhet om det framtida penningvärdet ha skapats. Till detta bidrar också att några väsentliga politiska-institutionella förutsättningar — framförallt övergången till ett fullsysselsättningssamhälle och de problem som ojämn produktivitetsutveckling, arbetskraftens trögrörlighet och löneavtalens utformning innebär — väsentligt har förändrats eller tillkommit i jämförelse med tidigare perioder med ett stabilare penningvärde. Dessutom innebär en politik med fasta växelkurser vissa svårigheter, när det gäller att avskärma landet från utifrån kommande rubbningar av penningvärdet.

Även om målet för penningpolitiken ofta formuleras som ett krav på »stabilt

penningvärde», lämpligen definierat med utgångspunkt från en konsumtionsprisindex, kan detta krav knappast vara ett mål i sig självt, oberoende av bl. a. den institutionella ramen. De motiv, som ligger bakom ett stabilt penningvärde, är huvudsakligen två. Det första är ett allmänt önskemål om samhällsekonomisk balans utan en total överskotts- eller underskottsefterfrågan. Men de senaste årens utveckling har visat, att även i det fall då samhällsekonomisk balans har uppnåtts, kan prisrörelser, troligen genererande från utlandet eller av arbetsmarknadens institutionella utformning, förekomma. Det andra huvudmotivet för ett stabilt penningvärde är att söka i den säkerhet uppnåendet av detta mål skapar i en ekonomi, där en stor del av de finansiella kontrakten är avfattade i nominala termer. Ett fluktuerande penningvärde skapar under sådana förhållanden inte bara risker för icke avsedda förmögenhetsomfördelningar utan kan också ha i allmänhet negativa verkningar på resursanvändningen genom de minskade möjligheter till säker och långsiktig planering, som penningvärderiskerna skapar.

De motiv, som ligger bakom målsättningen »stabilt penningvärde», kan tillgodoses genom att man i möjligaste mån undanröjer den osäkerhet som föranledes av ett föränderligt penningvärde. En möjlighet i detta syfte är att införa eller underlätta uppkomsten av indexlån. I vissa hänseenden skulle en ekonomi med indexlån fungera som om penningvärdet var konstant, alldeles oavsett vilka prisnivåförändringar som verkligen inträffade. Men indexlånen åstadkommer ej ett fullständigt undanröjande av penningvärdeosäkerheten, om ej olika kompletterande förändringar av bl. a. skattesystemet samtidigt äger rum. En analys av sådana förändringar av rättsliga och institutionella system, som syftar till att indexlånens egenskaper bättre kommer till sin rätt, visar också att ett sådant »indexlåneanpassat» system i sig innebär en bättre anpassning till en ekonomi med föränderligt penningvärde. Den allmänna problemställningen blir därför att utröna, om det är möjligt att få till stånd sådana förändringar i de rättsliga och institutionella förhållandena, att den osäkerhet, som icke förväntade penningvärdeförändringar skapar, kan elimineras.

Om sådana förändringar är möjliga att genomföra, skulle man således kunna förverkliga den ursprungliga målsättningen att värdesäkra långsiktiga finansiella kontrakt och minska riskerna i fråga om det reala innehållet av sådana framtida förpliktelser som exempelvis skattebetalningar och hyresutgifter, även för det fall att penningvärdet inte är konstant.

Det måste dock understrykas, att alltför stora förändringar i den inhemska prisnivån inte heller kan accepteras i en ekonomi med vidsträckta möjligheter till indexreglering och realt utformade beskattningsregler. Med hänsyn till handelsförbindelserna med utlandet och med en valutapolitik, som baseras på i stort sett låsta växelkurser, kan inhemska prisnivåförändringar, som väsentligt avviker från prisnivåförändringarna utomlands, inte accepteras.

Den följande analysen av ett realt skattesystem kan ses som en del av den mer allmänna frågeställningen hur skilda rättsliga regler skall utformas för att minska den osäkerhet, som ett fluktuerande penningvärde innebär. Dessutom söker framställningen ge ett svar på frågan hur skattesystemet bör utformas för att indexlånens egenskaper helt skall komma till sin rätt, utan att bl. a. de tidigare nämnda penningpolitiska problemen och möjligheterna till skattemässiga skentransaktioner uppkommer.

Den tidigare framställningen visar, att såväl statsfinansiella som skattetekniska synpunkter bestämt talar mot den samtidiga förekomsten av två olika beskattningsprinciper. Av kap. 7 framgår att även penningpolitiska överväganden leder till samma uppfattning. Det måste därför vara angeläget att åstadkomma ett beskattningssystem, enligt vilket en enda beskattningsprincip — nominalistisk eller real — tillämpas beträffande samtliga låneformer och sålunda oavsett huruvida lånet är ett penninglån, ett indexlån i vidsträckt bemärkelse eller ett reallån. Den nominalistiska principens tillämpning på indexlån har behandlats i kap. 8. I denna promemoria kommer att till bedömande upptas frågan i vad mån en allmän real beskattning eller sålunda en real beskattning, som avser samtliga låneformer, är möjlig att genomföra.

d. Principer för ett realt skattesystem

Ett konsekvent realt skattesystem kräver att en real princip tillämpas för bestämningen av kapital, kapitalinkomster och kapitalvinster. I huvudsak innebär den reala principen, att en real kapitalinkomst föreligger först sedan man frånräknat den del av ränta och indextillägg, som ger ett realt oförändrat kapital. På motsvarande sätt definieras reala kapitalvinster: sådana värdeökningar, som endast ger ett realt oförändrat kapital, räknas ej som kapitalvinst.

Det reala betraktelsesättet leder också till att inkomstskatteskalorna bör anges i reala termer, i stället för i nominala. Därmed uppnås en större säkerhet i fråga om den reala skattebördan för sådana inkomsttagare, vilkas inkomster i stort sett följer den allmänna prisnivån. Med skatteskalor, som är angivna i nominala termer, ger en inflation som är större än förväntat en ökad real beskattning, eftersom skatteuttaget ökar genom progressionen oaktat den reala inkomsten före skatt är oförändrad. På motsvarande sätt ger en inflation, som är mindre än förväntat, en realt minskad skatt.

Denna osäkerhet reduceras om inkomstskatteskalorna anges i reala storheter. Ur synpunkten att minska penningvärderiskerna kan dock frågan om reala inkomstskatteskalor inte anses vara lika väsentlig som införandet av en real princip för kapitalinkomsternas beskattning. Genom att skattesatsen för uttag av statlig inkomstskatt varje år blir föremål för beslut föreligger nämligen möjligheter till justeringar, som kan eliminera eller åtminstone mildra inflationens verkningar på det reala skatteuttaget. Dessutom kan det ökade skatteuttag, som inträffar vid en inflation, bedömas positivt ur vissa konjunkturpolitiska synpunkter. Den köpkraftsindragning och minskade efterfrågan, som den realt ökade beskattningen ger upphov till, kan således bidra till att bromsa en fortsatt efterfrågeinflation. Skatteprogressionen i en nominal inkomstskatteskala fungerar på detta sätt som en inbyggd stabilisator med ett realt skatteuttag som automatiskt ökar under perioder med inflation.[1]

Då frågan om reala inkomstskatteskalor är förhållandevis perifer ur värdesäkringskommitténs synpunkt, skall denna fråga inte bli föremål för ytterligare utredning, men det bör framhål-

[1] Den stabiliserande effekten av en progressiv skatteskala inträder dock inte alltid, utan en sådan skatteskala kan tvärt om komma att verka som en destabiliserande faktor. Om sålunda löntagarna söker hålla den reala inkomsten efter skatt oförändrad och den realt ökade skatten övervältras i lönen, som då i nominala termer stiger mer än den initiala prishöjningen, leder detta till en kostnadsinflation, som kan komma att kumuleras.

las, att det reala skatteproblemet på denna punkt torde kunna erhålla en förhållandevis enkel teknisk lösning.

Det reala betraktelsesättet får också konsekvenser på vissa andra områden inom skattesystemet. I själva betänkandet har sålunda en indexvärdemetod för avskrivningar behandlats. Denna metod diskuteras i föreliggande promemoria mera ingående i anslutning till en real metod för bestämmande av företagens kapitalkostnader. Dessutom föreligger särskilda beskattningsproblem bl. a. för vissa typer av bostadsföretag och i samband med pensionsförsäkringar.

Framställningen om den reala beskattningsprincipen inledes med ett avsnitt om real metod för beräkning av kapitalintäkt och kapitalkostnad. Därefter följer ett avsnitt som handlar om real metod för beräkning av kapitalvinst och kapitalförlust. Särskild vikt lägges därvid vid en diskussion av i vilken utsträckning det är principiellt möjligt att — utan att prisbildning och beskattningsresultat snedvrides — genomföra en separat real kapitalvinstbeskattning, dvs. med i stort sett oförändrade nominala beskattningsregler i övrigt. Vidare beröres vissa speciella problem i anslutning till en real beskattning av banker, livförsäkringsbolag samt allmännyttiga bostadsföretag m. fl., varefter slutligen frågan om ett realt avskrivningssystem mera ingående upptas till skatteteknisk diskussion.

1. Real metod för beräkning av kapitalintäkt och kapitalkostnad

1.1 Innebörden av real beskattning

Enligt gällande rätt utgör den nominala räntan på ett penninglån skattepliktig intäkt för långivaren och avdragsgill kostnad för låntagaren. Om sålunda en skattskyldig uppbär 5 % årlig ränta på en fordran lydande å 100 000 kr och erlägger 7 % årlig ränta på en skuld lydande å 40 000 kr, skall som ränteintäkt redovisas 5 000 kr och som räntekostnad 2 800 kr. Den skattepliktiga inkomsten blir alltså 2 200 kr.

En real beskattning av räntan på penninglån bör i princip vara konstruerad på det sättet, att den del av räntan, som vid fallande penningvärde motsvarar kapitalets värdeminskning, skall vara fritagen från beskattning hos långivaren resp. inte medges till avdrag hos låntagaren. Om sålunda prisstegringen enligt en allmän prisnivåindex under visst år uppgått till exempelvis 3 %, skall motsvarande del av ränteintäkten och räntekostnaden inte beskattas resp. inte medges till avdrag. Detta resultat ernås om den skattskyldige i det tidigare återgivna exemplet beskattas för en intäkt, som motsvarar 2 % av 100 000 kr eller sålunda 2 000 kr, och medges avdrag för en räntekostnad, som motsvarar 4 % av 40 000 kr eller sålunda 1 600 kr. Den skattepliktiga reala inkomsten blir då 400 kr. Man kan också uttrycka saken så, att den nominala ränteintäkten och den nominala räntekostnaden minskas med belopp som motsvarar 3 % av fordringen resp. skulden. Den nominala ränteintäkten skall alltså minskas med 3 000 kr och den nominala räntekostnaden med 1 200 kr. De sålunda verkställda avdragen benämnes i fortsättningen *realavdrag*.

I exemplet har de båda realavdragen beräknats dels på ränteintäkten och dels på räntekostnaden. Man kan emellertid också förfara på det sättet, att endast ett enda realavdrag beräknas och att detta frändras den enligt gällande rätt framkomna skattepliktiga inkomsten. Vid nominalistisk beskattning blir den skattepliktiga inkomsten enligt vad ovan sagts 2 200 kr. Den skattskyldiges behållna förmögenhet uppgår i exemplet till 100 000—40 000=60 000 kr. Om

man utgår från nettoinkomsten 2 200 kr bör alltså realavdrag medges med 3 % av 60 000 kr. Realavdraget blir då 1 800 kr och den skattepliktiga inkomsten 2 200—1 800 = 400 kr. Man uppnår alltså samma beskattningsresultat vare sig man förfar på det ena eller andra sättet.

Såsom tidigare framhållits skall en real beskattning i princip medföra att den del av räntan, som vid fallande penningvärde motsvarar kapitalets värdeminskning, skall vara fritagen från beskattning. Räntans storlek är emellertid inte direkt avhängig av penningvärdets förändringar utan betingas av den förda penningpolitiken. Med hänsyn härtill kan det i tider av kraftig inflation inträffa, att penningvärdets fall blir större än som motsvaras av gällande räntenivå. Om realavdraget beräknas efter det procenttal, som motsvarar prisstegringen, kan därför uppenbarligen det fallet inträffa, att realavdraget för en långivare blir större än kapitalintäkterna och att sålunda ett underskott i vederbörande förvärvskälla uppkommer. Avdrag för detta underskott bör följdriktigt tillerkännas den skattskyldige, varigenom denne kan utnyttja berörda underskottsavdrag från inkomst av annan förvärvskälla. På motsvarande sätt kan realavdraget för en låntagare bli större än kapitalkostnaderna. Den överskjutande delen av realavdraget bör då redovisas som intäkt och sålunda bli föremål för beskattning.

I fråga om indexlån innebär en real princip att endast den del av räntor och indextillägg, som återstår när ett realt oförändrat kapital beräknats, skall beskattas som kapitalinkomst. För ett indexlån reglerat med den index, som ligger till grund för det reala skattesystemet, betraktas indextilläggen som rena amorteringar och behandlas skattemässigt som sådana. För andra indexlån får någon form av uppdelning ske av räntor och indextillägg på en del, som utgör real kapitalinkomst, och en annan del, som avser att hålla det ursprungliga kapitalets realvärde konstant.

Ett särskilt problem utgör i detta sammanhang aktier och med aktier likställda former av värdelån, främst lån reglerade med enheter bestämda av företagets vinst, s.k. »participating debentures». Det ligger därvid nära till hands att behandla dessa tillgångar på så sätt, att löpande utdelning beskattas oavkortad som en real kapitalinkomst. I den mån tillgångarnas värde stiger snabbare eller långsammare än konsumtionsprisindex uppstår vid försäljning en real kapitalvinst eller en real kapitalförlust, som beskattas eller får avdras. Denna behandling av aktier och likartade tillgångar torde bäst överensstämma med det reala betraktelsesättet.

För ett företag, som för finansieringen av realkapital använder medel erhållna genom en aktieemission, uppkommer vid en penningvärdeförsämring en ökning av det nominala värdet av kapitaltillgångarna. Om de reala vinstutsikterna är oförändrade följer aktiernas värde i stort sett prisnivån. Ur placerarens synpunkt har aktien egenskaper, som står indexlånet mycket nära. Den utdelning som företaget ger på sina aktier kan betraktas som en realränta, och den ersättning som aktieägarna erhåller som kompensation för det förändrade penningvärdet uppkommer genom aktiernas värdeökning. Men aktiernas värde följer inte penningvärdets förändringar lika väl som ett indexlån, utan aktievärdena fluktuerar även med hänsyn till bl. a. vinstutsikterna inom företagets bransch, allmänna avkastningskrav på finansiella placeringar, konkurrensförhållanden och utvecklingen av de relativa priserna. Reala förändringar i aktievärdet orsakade av sådana förhållanden behandlas skattemäs-

sigt som kapitalvinster eller kapitalförluster.

Slutsatsen blir att med en real beskattning av kapitalinkomster skall aktieutdelning beskattas enligt nu gällande regler. Däremot kräver den reala principen för aktiernas vidkommande en övergång till en real kapitalvinstbeskattning.[1]

1.2 Real kapitalinkomstbeskattning ur avkastningssynpunkt

En övergång till ett realt skattesystem för samtliga kapitalinkomster innebär, att de för olika låneformer gällande räntesatserna måste justeras för att den reala avkastningen efter skatt ej skall påverkas av ett dylikt skattesystem. För att kunna diskutera möjliga räntesatser och räntedifferenser mellan realt beskattade indexlån och realt beskattade penninglån är det lämpligt att börja med några alternativa kalkyler beträffande den reala avkastningen efter skatt för den i dag vanligaste upplåningsformen: nominalt beskattade penninglån.

Ett penninglån, som löper med 5 % ränta och som innehas eller utges av ett skattesubjekt med 40 % marginalskatt, ger vid en årlig treprocentig inflation en real avkastning eller real kostnad efter skatt på omkring noll. Är marginalskattesatsen däremot 20 % blir den reala avkastningen eller kostnaden efter skatt för det tidigare nämnda skattesubjektet 1 %. Om den förväntade inflationsgraden i stället är begränsad till 2 % blir den reala avkastningen efter skatt för det första skattesubjektet 1 % och för det andra 2 %. För skattesubjekt med högre skattesatser blir den reala avkastningen efter skatt negativ. En förväntad treprocentig inflation ger med en nominalränta på 5 % en real avkastning efter skatt på —2 % för en inkomsttagare med en marginell skattesats om 80 %. För det skattefria subjektet blir den reala avkastningen +2 %. I ett särskilt appendix till detta kapitel presenteras de formler som legat till grund för avkastningsberäkningarna.

Ovanstående exempel visar också på en egenskap, som är knuten till den nominala beskattningen: den reala avkastningen efter skatt kan variera inom ett förhållandevis stort intervall. Skillnaden i avkastning mellan det skattefria subjektet och ett teoretiskt skattesubjekt med en skattesats nära 100 % svarar mot den ursprungliga nominalräntan. Med en nominalräntenivå kring 5 % förekommer således i marknaden reala avkastningsdifferenser på uppemot 4 % (marginalskattesatsen 80 % betraktas därvid som den högsta). Dessa höga avkastningsdifferenser mellan olika skattesubjekt, vilka differenser delvis framkallats genom inflationen och ett nominalistiskt skattesystem, kan ha vissa — i allmänhet negativt bedömda — verkningar på resursfördelningen. Det finns anledning att återkomma till denna fråga senare, när de differenser i real avkastning, som sammanhänger med beskattningen i ett realt utformat skattesystem, blir föremål för diskussion.

En skattefri långivare, som kan välja mellan ett nominalt beskattat penninglån på 5 %, ett realt beskattat penninglån och ett realt beskattat indexlån, kräver en räntesats på 5 % för det realt beskattade penninglånet och en räntesats på 2 % för indexlånet, om subjektet förväntar en prisstegring av storleksordningen 3 %. För alla dessa lån erhåller subjektet en real avkastning eller kapitalkostnad på 2 %.

Är däremot skattesatsen 20 % erhålles en real avkastning efter skatt på 1 % för penninglånet vid en nominal beskattning. Ett realt beskattat penninglån med en räntesats på 4,25 % ger också en real avkastning efter skatt på 1 %.

1 Vid en rent nominalistisk beskattning av aktier borde den del av en realiserad värdestegring, som endast är nominal, beskattas som kapitalinkomst och inte som kapitalvinst (realisationsvinst).

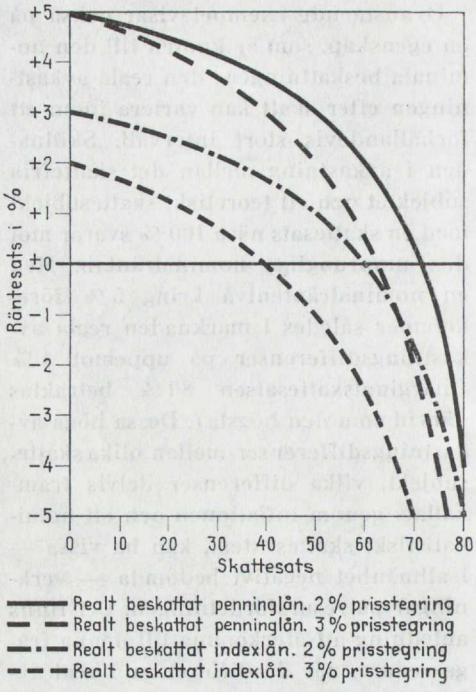


Diagram B 1:1 Nominal- och realräntesatser på lån beskattade efter real princip.
Förutsättning: Lånen ger samma reala effektiva avkastning efter skatt som ett nominalt beskattat penninglån med räntesatsen 5 %.

För detta senare lån gäller ju att från den ursprungliga räntesatsen skall först avdras den inträffade prisstegringen 3 %. Före skatt blir således den reala avkastningen 1,25 % för detta lån. Denna reala avkastning blir sedan föremål för beskattning. Det realt beskattade indexlånet skall med de ovan angivna förutsättningarna ha en räntesats på 1,25 % för att vara likvärdigt med de båda övriga lånen.

Ytterligare ett räkneexempel kan belysa vilka förändringar i räntesatser, som teoretiskt fordras för att skattesubjekt med olika skattesatser skall erhålla en oförändrad real avkastning efter skatt, när jämförelser göres med ett nominalt beskattat penninglån med en räntesats på 5 %. För det övre gränsfallet med en marginalskattesats på 80 % blir den reala avkastningen efter skatt som tidigare nämnts —2 % vid en treprocentig årlig inflation. Detta innebär att det realt beskattade indexlånet kan ha en räntesats på —10 % (!) och samtidigt vara likvärdigt med ovannämnda nominalt beskattade penninglån. Detta gäller dock under förutsättning att långivaren har möjlighet att avdra det reala underskottet från andra kapitalinkomster eller från inkomster i annan förvärvskälla. Med marginalskattesatsen 80 % reduceras den tidigare nämnda realräntan till en real avkastning på —2 % efter skatt då hela den negativa realräntan, —10 %, är avdragsgill antingen från kapitalinkomst eller från inkomst av andra förvärvskällor. För det realt beskattade penninglånet gäller att detta skall ha en räntesats på —7 % för att vara likvärdigt med de båda övriga lånen.

Ovanstående exempel kompletteras med *diagram B 1:1*. I detta visas för olika skattesatser och antaganden beträffande prisnivåförändringarna vilka räntesatser på realt beskattade lån som krävs av olika skattesubjekt för att den reala avkastningen efter skatt skall vara densamma som för ett nominalt beskattat penninglån med räntesatsen 5 %.

Två betydelsefulla slutsatser kan dras av exemplen och diagrammet. Den första är att den skillnad i räntesatser, som måste föreligga mellan nominalt beskattade och realt beskattade lån för att de olika låneformerna skall ge samma reala avkastning efter skatt, är starkt beroende av skattesatsen. Den nödvändiga differensens storlek tilltar kraftigt med ökade skattesatser och mycket låga räntesatser kan därvid accepteras för realt beskattade indexlån. Den andra slutsatsen är, att räntedifferensen mellan ett realt beskattat penninglån och ett realt beskattat indexlån är oberoende

av skattesatsens höjd. En genomgående real beskattning ger samma neutralitet i valet mellan de olika låneformerna som en konsekvent nominalistisk beskattning. Den nödvändiga räntedifferensen svarar, liksom vid den nominalistiska beskattningen, mot den förväntade indexförändringen.

En övergång till real beskattning kan inte innebära en oförändrad real avkastning för samtliga subjekt. Allmänt gäller att långivare med låga skattesatser erhåller en avkastningsminskning, medan långivare med höga skattesatser erhåller en avkastningsökning, allt under förutsättning att den reala avkastningen efter skatt är oförändrad för något slags representativ långivare med en skattesats mellan extremvärdena. För låntagare gäller på motsvaarnde sätt att låntagare med låga skattesatser erhåller en lägre real kapitalkostnad, medan denna ökar för låntagare med höga skattesatser.

Även om det skulle vara möjligt att kunna uttala sig om vilken skattesats eller vilken grupp av subjekt med samma skattesatser som i en kreditmarknad med nominalistisk beskattning är bestämmande för räntans höjd kan därmed ingenting sägas om de räntesatser, som skulle uppstå i en kreditmarknad med en genomgående real beskattning. Själva övergången till ett realt skattesystem får reala verkningar och påverkar fordringsstockens fördelning mellan skattesubjekt med olika skattesatser. Denna frågeställning kan således inte direkt besvaras men ett — godtyckligt valt — exempel skall anges för att påvisa några typiska egenskaper i en kreditmarknad med en konsekvent real beskattning.

Antag att realräntan (före skatt) i en marknad med real beskattning fixeras till 1 % samt att en nominalränta på 4 % ger en viss jämvikt mellan penning-

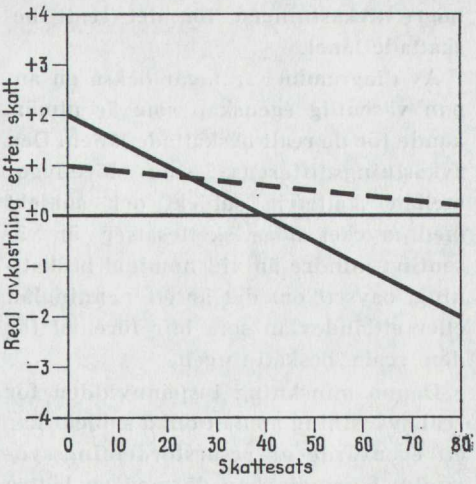


Diagram B 1:2 Real avkastning efter skatt vid real resp. nominal beskattning.
Exemplet avser ett penninglån med räntesatsen 4 resp. 5 % vid en årlig prisstegring på 3 %.

lån och reallån. Detta svarar mot en representativ förväntan om en årlig indexhöjning på 3 procentenheter. Den reala avkastningen efter skatt blir därvid, om inflationen stannar vid de förväntade 3 procenten, 1 % för det skattefria subjektet, 0,75 % för ett subjekt med marginalskattesatsen 25 % samt 0,5 % för ett subjekt med 50 % och 0,2 % för ett subjekt med 80 % marginalskatt.

I *diagram B 1:2* återges den reala avkastningen efter skatt för ett 5 % penninglån (med nominal beskattning) och ett 4 % penninglån (med real beskattning) vid en »säker» penningvärdeförsämring om 3 %. Det senare lånet ger därvid samma avkastning som ett 1 % reallån (med real beskattning). Endast för skattesubjekt med en skattesats på 25 % blir de båda förstnämnda lånen likvärdiga. Vid lägre skattesatser ger det nominalt beskattade lånet högre avkastning, vid högre skattesatser uppnås den

högre avkastningen för det realt beskattade lånet.

Av diagrammet framgår också en annan väsentlig egenskap som är utmärkande för de realt beskattade lånen. Den avkastningsdifferens, som föreligger mellan skattefria subjekt och subjekt med mycket höga skattesatser, är väsentligt mindre än vid nominal beskattning, oavsett om det är ett penninglån eller ett indexlån som blir föremål för den reala beskattningen.

Denna minskning i spännvidden för real avkastning mellan olika subjekt har ett egenvärde ur resursfördelningssynpunkt. I princip kan därmed en bättre fördelning av realkapitaltillgångarna mellan olika subjekt uppnås. Vid stora, skattebetingade differenser kan kapitalets reala produktivitet variera mellan olika företag med hänsyn till de skilda avkastningskrav som företagen kan ställa. Det reala beskattningssystemet har således en ur välfärdsekonomisk synpunkt självständig positiv effekt, vars existens är oberoende av om låneformen är indexreglerad eller ej.

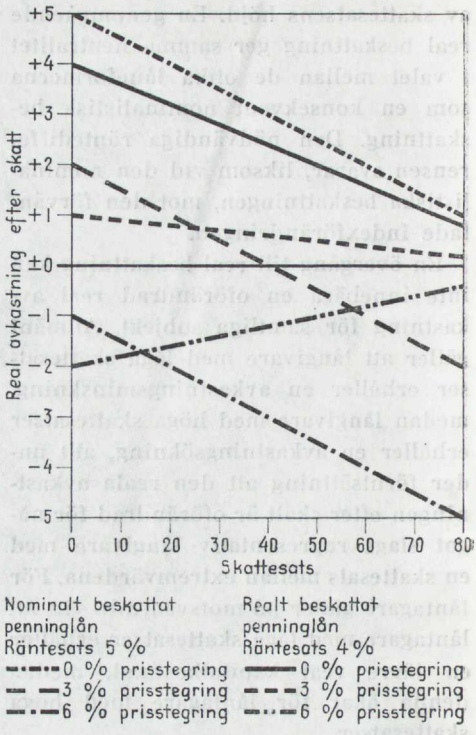


Diagram B 1:3 Real avkastning efter skatt vid olika beskattnings- och prisstegringsalternativ.

1.3 Real kapitalinkomstbeskattning ur risksynpunkt

Av särskilt intresse är att undersöka hur en real kapitalinkomstbeskattning påverkar indexlånens och penninglånens egenskaper ur värdesäkringssynpunkt. I betänkandet har visats att den nominala beskattningen av indexlån väsentligt nedsatte indexlånens riskreducerande egenskaper, i synnerhet för skattesubjekt med höga skattesatser. Endast genom en real beskattning kunde indexlånens egenskap att utgöra realt säkra kontrakt upprätthållas. Men ett realt skattesystem innebär också att penninglånens värdesäkringsegenskaper förändras. I det nominalistiska systemet varierar den reala avkastningen på penninglån fullständigt med penningvärdets förändringar. Ett realt skattesystem dämpar däremot den reala avkastningens fluktuationer. Denna riskreducerande effekt är störst vid höga skattesatser.

Diagram B 1:3 utgör ett försök att grafiskt åskådliggöra denna effekt. I diagrammet har inritats dels ett nominalt beskattat penninglån med räntesatsen 5 %, dels ett realt beskattat penninglån med räntesatsen 4 %. Diagrammet visar den reala avkastningen efter skatt vid tre olika prisstegringsalternativ, 0 %, 3 % och 6 %.

För det nominalt beskattade lånet är den reala avkastningsdifferensen mellan olika inflationsfall densamma för alla subjekt oavsett skattesats. En icke för-

väntad inflationsökning med 3 % sänker således den reala avkastningen med 3 % för samtliga subjekt.

För det realt beskattade lånet gäller att avkastningsdifferensen vid olika inflationsalternativ minskar ju mer skattesatsen ökar. För det skattefria subjektet ger naturligtvis en icke förväntad treprocentig inflation en real avkastningssänkning av samma storleksordning. Men vid en skattesats på 50 % utgör sänkningen av den reala avkastningen endast hälften av den icke förväntade inflationen. Vid mycket höga skattesatser kan penninglånen genom den reala beskattningen i det närmaste jämställas med värdesäkra kontrakt.

Denna effekt kan jämföras med det resultat, som uppnås vid en nominalistisk beskattning av indexlån. I detta fall är det subjekten med de låga skattesatserna som uppnår en väsentlig riskreduktion, medan osäkerheten i stället ökar för subjekt med höga skattesatser.

En sammanfattning av de resultat, som har vunnits i det föregående, blir att långivare med låga skattesatser uppnår en real avkastningsförsämring vid övergången till en real skatteprincip för beskattningen av kapitalinkomster. (Detta gäller då under förutsättning att något slags genomsnittlig real avkastning efter skatt hålles oförändrad.) Detta kan påverka dessa subjekt i en riktning som innebär bl. a. minskat sparande och minskade finansiella tillgångar. För låntagare med låga skattesatser uppstår en motsvarande real kapitalkostnadssänkning. Penninglån är ur risksynpunkt mindre tilltalande för dessa grupper jämfört med indexlån, vilka ger möjligheter till en total värdesäkring. Långivare och låntagare med höga skattesatser, som vid övergång till real beskattning erhåller en avkastningsökning resp. en kapitalkostnadsökning, finner penninglån mer attraktiva ur risksynpunkt, då det reala skattesystemet för dessa subjekt ger en möjlighet till en dämpning av inflationens verkningar på den reala avkastningen.

Vid bedömningen av en real princip för kapitalinkomstbeskattningen måste hänsyn även tas till de positiva verkningar principen ur välfärdsekonomisk synpunkt kan få genom att spännvidden i real avkastning mellan olika skattesubjekt minskar. Ur inkomstfördelningssynpunkt innebär dock metoden, att den reala avkastningen efter skatt ökar för subjekten med de höga skattesatserna. Resultatet kan således bli en ökad snedhet i inkomstfördelningen, om dessa subjekt har övervägande positiva förmögenheter i finansiella fordringar.

1.4 Taxeringstekniska frågor

A. Real beskattning av penninglån

Enligt vad som framgår av den tidigare framställningen bör en real beskattning av kapitalinkomst i princip vara anordnad på det sättet, att den del av den nominala inkomsten, som vid fallande penningvärde motsvarar kapitalets värdeminskning, skall vara fritagen från beskattning. I överensstämmelse härmed bör då också motsvarande del av en nominal kapitalkostnad utgöra icke avdragsgill kostnad. Det är med andra ord endast den reala inkomsten och den reala kostnaden som skall beskattas resp. medges till avdrag.

Om sålunda en nominal ränteinkomst utgår efter en räntesats av 5 % och prisstegringen utgör 2 % skall endast 3 % ränta eller 60 % av inkomsten bli föremål för beskattning. Uppgår däremot räntesatsen till 6 % skall vid samma prisstegring ett belopp motsvarande 4 % ränta eller 66,67 % av inkomsten utgöra skattepliktig inkomst. Realavdrag skall alltså i det förra fallet medges

med 40 % av inkomsten och i det senare fallet med 33,33 % av inkomsten.

Om räntesatserna — såsom vanligen är fallet — varierar för olika typer av kapitalplaceringar, kan alltså realavdraget inte bestämmas med hjälp av ett enda procenttal utan måste flera olika procenttal komma till användning för att realavdraget för varje enskild placering skall motsvara den del av inkomsten som skall vara fri från skatt. Det blir sålunda relationen mellan den procentuella prisstegringen och den tillämpade räntesatsen, som i det enskilda fallet blir avgörande för bestämmandet av det procenttal, efter vilket realavdraget skall uträknas. Härav inses lätt att en dylik real beskattningsmetod i praktiskt deklarations- och taxeringsarbete måste bli både omständlig och tidsödande samt i hög grad komplicera förfarandet. Det bör emellertid framhållas, att den angivna beskattningsmetoden i princip torde vara den enda som leder till ett i egentlig mening riktigt realt beskattningsresultat.

För att metoden överhuvudtaget skall kunna komma till användning måste givetvis krävas att den totala ränteintäkten och den totala räntekostnaden noggrant specificeras, så att för varje fordran och skuld framgår dels storleken av den intäkt resp. kostnad, som hänför sig till vederbörlig fordran eller skuld, och dels den räntesats, efter vilken ränta i det enskilda fallet beräknas. Först om uppgifter i berörda avseenden finns att tillgå blir det möjligt att uträkna och kontrollera de olika realavdrag, varmed den nominala intäkten resp. kostnaden vid en real beskattning skall minskas. I flertalet fall torde sålunda för varje enskild skattskyldig flera olika procenttal komma att få tillämpas för att en riktig beräkning av det totala realavdraget skall komma till stånd. Av det anförda framgår att en metod, som tar sikte på att åstadkomma en »ideal» lösning av den föreliggande beskattningsfrågan, inte synes vara möjlig att genomföra med hänsyn till de stora praktiska svårigheter varmed en dylik metod är behäftad.

Det återstår då att undersöka, huruvida någon mera schablonmässig metod för realavdragets beräkning kan komma till användning. Två olika alternativ synes därvid kunna ifrågakomma.

Enligt det ena alternativet (alternativ 1) beräknas realavdraget på grundval av kapitalet (»kapitalmetoden»). Enligt det andra alternativet (alternativ 2) beräknas realavdraget med direkt anknytning till redovisad ränteintäkt eller räntekostnad (»normalräntemetoden»). De båda alternativen behandlas här nedan var för sig.

Alternativ 1 (»kapitalmetoden»)

Begreppet »kapital» samt beräkning av realavdrag på grundval av ett visst fastställt kapital

Enligt detta alternativ skall realavdraget beräknas på grundval av kapitalet. Vad som därvid skall avses med uttrycket »kapital» bör därför upptas till behandling.

Enligt 3 § 1 mom. d) förordningen om statlig förmögenhetsskatt skall vid förmögenhetsberäkningen som tillgång upptas »kapital, som finnes kontant tillgängligt eller utlånats eller nedlagts i obligationer eller insatts i bank eller annorstädes eller bestått av andra fordringar eller av aktier eller andelar i ekonomiska föreningar, bolag eller rederier, i den mån samma kapital icke är att hänföra till i c) här ovan nämnd egendom». I punkt c) talas om »lös egendom, som är avsedd för stadigvarande bruk i skattskyldigs förvärvsverksamhet eller att däri omsättas eller förbrukas». Sistnämnda punkt torde alltså

bland annat avse sådant »kapital», som är att anse som varor i förvärvsverksamhet. Så anses enligt punkt 1 av anvisningarna till 41 § KL vara fallet beträffande bland annat penningförvaltande företags och försäkringsföretags placeringar av förvaltade medel i aktier, obligationer, lånefordringar m. m. För dylika värdepapper och fordringar gäller särskilda värderingsregler i deras egenskap av varulager. Till »kapital» i mera inskränkt mening skulle sålunda hänföras sådant kapital, som utgöres av kontanta medel, fordringar och värdepapper och som inte är att betrakta som varulager.

Avkastningen på aktier och andelar uppbäres i form av utdelning. Denna torde i enlighet med vad tidigare anförts kunna betraktas som en real avkastning. Med hänsyn härtill och då det inte är fråga om att till någon del fritaga aktieutdelningar och liknande kapitalinkomster från inkomstbeskattning bör värdet av dessa värdepapper inte inräknas i det kapital, varå realavdraget skall beräknas.

Då obligationer kan inrangeras under begreppet fordringar skulle alltså härefter som kapital räknas kontanter och fordringar. I fråga om kontanta medel må anmärkas att kontant hushållskassa eller »därmed jämförlig, för den skattskyldiges löpande utgifter avsedd kassa» inte skall inräknas i den skattepliktiga förmögenheten. Av fordringar finnes olika slag. Förordningen om statlig förmögenhetsskatt gör sålunda åtskillnad mellan obligationsfordringar, fordringar på grund av försträckning, medel som insatts i bank eller annorstädes samt andra fordringar. Obligationsfordringar löper i allmänhet med fast ränta som utbetalas halvårsvis. Räntefoten varierar för olika obligationslån. I fråga om premieobligationer utgår ingen ränta för vilken inkomstskatteplikt föreligger. Fordran på grund av försträckning är i allmänhet räntebärande men kan också löpa utan ränta, exempelvis den räntefria stående delen på statliga förbättringslån samt s. k. handlån och vissa studielån. Beträffande medel, som insatts i bank eller annan penninginrättning, uppbäres i regel ränta på dylika medel. I vissa fall kan dock fordringar i form av bankmedel löpa med mycket låg ränta (medel å s. k. uppsägningsräkning samt större belopp å postgiro — över 50 000 kr — som överförts till och viss tid varit innestående å särskilt kapitalkonto) eller vara räntelösa (medel å checkräkning och bankgiroräkning samt belopp under 50 000 kr å postgiro). Vad slutligen angår fordringar av typen »andra fordringar» kan dessa ha uppkommit på skiftande sätt. Hit kan hänföras exempelvis lönefordringar, varufordringar och hyresfordringar. Dylika fordringar torde i allmänhet löpa utan ränta. Enligt särskilt stadgande skall kapitalvärdet av kapitalförsäkring (återköpsvärdet) — ehuru detta värde representerar en fordran för försäkringstagaren — inte inräknas i dennes skattepliktiga förmögenhet.

I fråga om värdesättningen av fordringar gäller vid förmögenhetsbeskattningen olika regler med hänsyn till fordringens art. För obligationer — liksom för aktier — tillämpas sålunda i allmänhet det börsnoterade värdet. Räntebärande fordran skall — oavsett räntesatsens storlek — i allmänhet upptagas till sitt kapitalbelopp utan inberäkning av under beskattningsåret upplupen men ej förfallen ränta. Räntelös fordran, som inte är förfallen, skall däremot uppskattas till belopp som efter en räntefot av fem procent utgör fordringens förhandenvarande kapitalvärde enligt en vid förordningen om statlig förmögenhetsskatt fogad tabell I. Denna tabell utvisar att nuvärdet blir lägre ju

längre tid som förflyter till förfallodagen. Osäker fordran upptages till det belopp, varmed den kan beräknas inflyta. Däremot skall värdelös fordran inte redovisas.

Om realavdraget beräknas på ett kapital, som motsvarar sammanlagda beloppet av till statlig förmögenhetsskatt skattepliktiga kontanter och fordringar, kan det förhållandet inträffa, att realavdraget i sin helhet kommer att utgöra ett underskottsavdrag, som alltså skulle få avräknas från annan inkomst än den som härrör av kapital, nämligen om kapitalet uteslutande består av kontanter och/eller räntelösa fordringar.

Med hänsyn härtill uppkommer frågan huruvida kontanter och räntelösa fordringar skall inräknas i det kapital, varå realavdraget skall beräknas. Med ett realt betraktelsesätt kan man visserligen säga, att det ifrågavarande kapitalet till följd av penningvärdeförsämring undergått en värdeminskning och att avdrag för denna värdeminskning därför bör medges, oavsett huruvida kapitalet placerats på ett sådant sätt att detsamma lämnat avkastning eller inte. Ett på dylikt sätt konstruerat realavdrag torde emellertid kunna föranleda att exempelvis inneliggande kontanter redovisas med fiktiva belopp i syfte att på så sätt nedbringa den totala skattebelastningen i form av inkomstskatt jämte eventuell förmögenhetsskatt. Eftersom möjligheterna för beskattningsmyndigheten att kontrollera storleken av inneliggande kontanter måste vara försvinnande små, skulle den skattskyldige på detta sätt utan större svårighet kunna nedbringa sin totala skattepliktiga inkomst. Visserligen kan en s. k. kontantberäkning med ledning av uppgivna kontanta inkomster och utgifter samt förändringar i förmögenhetens sammansättning utvisa, att självdeklarationen i ett eller annat avseende måste vara felaktig, men därmed är inte sagt att man exakt kan påvisa, i vilket avseende ett fel blivit begånget. Vidare kan självfallet inneliggande kontanter redovisas med ett belopp som inte behöver ge anledning till närmare undersökningar.

I fråga om räntelösa fordringar — exempelvis å checkräkning eller å postgiro — finns givetvis möjligheter att kontrollera riktigheten av lämnade uppgifter, men ett effektivt utnyttjande av dessa möjligheter kommer å andra sidan att vålla åtskilligt merarbete såväl för beskattningsmyndigheterna som för vederbörande penninginrättningar. Om man beräknar realavdraget även på det icke räntebärande kapitalet kommer man jämväl att få en helt annan typ av realavdrag än det som enligt alternativ 2 skall beräknas med direkt utgångspunkt från den uppgivna ränteintäkten eller räntekostnaden. På grund härav synes kontanter och räntelösa fordringar böra uteslutas vid realavdragets beräkning enligt alternativ 1.

Därefter återstår alltså endast de räntebärande fordringarna. I vad mån dessa utan undantag skall inräknas i det kapital, varå realavdraget skall beräknas, är en fråga som självfallet kan diskuteras. Det kan i förevarande avseende framhållas att om realavdraget beräknas även med hänsynstagande till de fordringar, som löper med mycket låg ränta, och dessa fordringar utgör den huvudsakliga delen av samtliga fordringar, kan realavdraget även vid en förhållandevis obetydlig prisstegring ge upphov till underskottsavdrag, som alltså kommer att nedbringa den skattskyldiges totala skattepliktiga inkomst.

Om man i princip — liksom vid tillämpning av alternativ 2 — anser att realavdraget skall hänföra sig till redovisad ränteintäkt eller räntekostnad, bör därför sådana fordringar som löper med

mycket låg ränta inte medräknas, exempelvis å uppsägningsräkning innestående medel (f. n. 1 % ränta). Man skulle i förevarande avseende eventuellt kunna tänka sig en regel av innebörd att endast sådana fordringar, som löper med en viss särskilt angiven minimiräntesats, skall anses ingå i det kapital, varå realavdraget skall beräknas. Denna räntesats skulle exempelvis i fråga om innestående bankmedel kunna fastställas till att avse gällande räntesats för inlåning på sparkasseräkning.

Om realavdraget på tillgångssidan beräknas endast på sådana fordringar, som löper med en viss fastställd minimiränta, bör motsvarande gälla även vid bestämmandet av det kapital som på skuldsidan skall bilda grundval vid beräkning av realavdraget.

Det bör slutligen framhållas att framställningen här ovan rörande bestämmandet av det kapital, varå realavdraget skall beräknas, självfallet inte gör anspråk på att vara fullständig utan endast avser att belysa några av de problem, som i detta sammanhang kan uppkomma. Ytterligare må dock erinras om att skattskyldig med hemmavarande barn, vilket inte fyllt 21 år och inte påföres en till statlig inkomstskatt beskattningsbar inkomst av minst 100 kr, skall taxeras jämväl för barnets förmögenhet. Eftersom den skattskyldige inte beskattas för avkastningen av dylik förmögenhet bör densamma inte heller inräknas i det kapital, varå realavdraget skall beräknas, även om förmögenheten skulle utgöras av exempelvis medel på sparkasseräkning.

Vid tillämpning av alternativ 1 skall realavdraget motsvara den procent av kapitalet som motsvaras av inträffad prisstegring. Om prisstegringen visst år utgör exempelvis 3 % och kapitalet uppgår till 60 000 kr, skall sålunda realavdraget beräknas till 1 800 kr.

Om såväl fordringar som skulder finnes, är det enklast att beräkna realavdraget på skillnaden mellan dessa båda eller sålunda på nettokapitalet vare sig detta är positivt (fordringarna överstiger skulderna) eller negativt (skulderna överstiger fordringarna). I ett dylikt fall kommer sålunda realavdraget att avräknas från den enligt gällande regler framkomna nettoinkomsten av kapital eller från ett i samma förvärvskälla uppkommet underskott.

För att ett sådant förfaringssätt skall kunna tillämpas fordras emellertid att samtliga ränteintäkter och samtliga räntekostnader redovisas under förvärvskällan inkomst av kapital. Så är ofta inte fallet. Sålunda kan ränteintäkter exempelvis redovisas som inkomst av kapital, medan räntekostnader avdrages i någon annan förvärvskälla, exempelvis jordbruksfastighet eller annan fastighet. Om så sker skulle realavdraget få beräknas på det kapital, som är nedlagt i vederbörande förvärvskälla, och det kan sålunda bli fråga om flera olika realavdrag, varav ett eller flera frånräknas ränteintäkter och ett eller flera frånräknas räntekostnader.

För undvikande av ett dylikt ganska omständligt förfarande skulle man i stället kunna tänka sig att man på grundval av nettokapitalet (positivt eller negativt) framräknar ett enda realavdrag. Detta avdrag kan därefter, om nettokapitalet är positivt (tillgångarna överstiger skulderna), uppföras som »allmänt avdrag», varigenom realavdraget inte hänföres till viss eller vissa förvärvskällor utan i stället kommer att frånräknas den skattskyldiges totala sammanräknade inkomst. Om nettokapitalet däremot är negativt (skulderna överstiger tillgångarna) skulle realavdraget som en inkomstpost få tilläggas den totala sammanräknade inkomsten.

Beräkning av realavdrag på ett genomsnittligt kapital samt följderna av en sådan beräkningsmetod

För beräkning av realavdraget med ledning av kapitalet är det givetvis av synnerlig vikt att det belopp, varå realavdraget skall beräknas, kan fastställas. Eftersom kapitalet vanligen växlar under ett och samma beskattningsår uppkommer i berörda avseende särskilda problem.

Antag att en skattskyldig såväl vid ingången som vid utgången av visst beskattningsår — vilket förutsättes sammanfalla med kalenderåret — i bank har innestående ett kapitalbelopp å 100 000 kr. Om prisstegringen under året uppgår till 3 % kan det synas naturligt att realavdraget beräknas till 3 % av 100 000 kr eller 3 000 kr. Antag emellertid ytterligare att den skattskyldige den 1 april av sina bankmedel uttagit 50 000 kr och den 1 oktober åter insatt samma belopp. Om ränta utgår efter 5 % kommer ränteinkomsten för året att uppgå till 3 750 kr, varav 1 250 kr för tiden 1/1—31/3, 1 250 kr för tiden 1/4—30/9 och 1 250 kr för tiden 1/10—31/12. Om realavdrag medges med 3 000 kr blir den skattepliktiga inkomsten endast 750 kr. Detta beskattningsresultat är uppenbarligen felaktigt, eftersom en förutsättning för att realavdrag skall kunna medges med 3 000 kr måste vara att ett kapital å 100 000 kr förräntats under hela året. I föreliggande fall skall realavdrag i stället medges med 3/5 av 3 750 kr eller med 2 250 kr. Den skattepliktiga inkomsten blir då 3 750 — 2 250 = 1 500 kr och inte 750 kr. Att med ledning av förefintliga, i självdeklarationen lämnade uppgifter om kapitalets storlek uträkna realavdraget till 2 250 kr är emellertid inte möjligt. För att så skall kunna ske fordras fullständiga uppgifter om kapitalets växlingar under beskattningsåret.

Såsom framgår av efterföljande exempel kan man inte heller beräkna realavdraget på grundval av kapitalets *genomsnittliga* storlek under beskattningsåret eller sålunda på medeltalet av kapitalet vid årets ingång och vid dess utgång. En dylik beräkning skulle eljest vara förhållandevis enkel att verkställa, eftersom uppgifter i berörda avseenden kan inhämtas ur det aktuella beskattningsårets och närmast föregående års deklarationer.

Antag att en skattskyldig vid ingången av visst beskattningsår har ett kapital å 50 000 kr och att kapitalet vid årets utgång uppgår till 100 000 kr. Medeltalet utgör alltså 75 000 kr. Om prisstegringen är 3 % skulle ett realavdrag beräknat på nämnda medeltal uppgå till 2 250 kr. Ett realavdrag beräknat i enlighet härmed skulle emellertid medföra ett felaktigt beskattningsresultat om man antar att kapitalet exempelvis den 1 oktober ökat med 50 000 kr. Det förutsättes liksom tidigare att beskattningsåret motsvarar kalenderåret. Om ränta utgår efter 5 % blir den nominala ränteinkomsten 1 875 kr för tiden 1/1—30/9 och 1 250 kr för tiden 1/10—31/12 eller alltså tillhopa 3 125 kr. Med ett realavdrag å 2 250 kr blir den skattepliktiga inkomsten 3 125 — 2 250 = 875 kr. Ett dylikt beskattningsresultat kan emellertid inte godtagas, eftersom den reala ränteinkomsten uppgår till 2/5 av 3 125 kr eller till 1 250 kr. Realavdrag bör alltså i detta fall medges med 1 875 kr och inte med 2 250 kr. Att med ledning av tillgängliga uppgifter beräkna realavdraget till 1 875 kr är emellertid inte möjligt. Endast för det fall att kapitalökningen inträtt vid mitten av beskattningsåret eller sålunda den 1 juli skulle ett realavdrag, som beräknats med ledning av kapitalets genomsnittliga storlek under beskattningsåret, ha lett till ett riktigt beskattningsresultat.

Av exemplet framgår att en sådan schablonmässig beräkning av realavdraget, som grundar sig på kapitalets genomsnittliga storlek under beskattningsåret, kommer att medföra för högt realavdrag (för låg taxering) om fordringarna ökat under senare hälften av beskattningsåret. Däremot blir avdraget för lågt (taxeringen för hög) om fordringarna ökat under förra hälften av beskattningsåret. På motsvarande sätt kommer en minskning av fordringarna under senare hälften av beskattningsåret att medföra för lågt realavdrag (för hög taxering), medan en minskning un-

der förra hälften av året leder till för högt avdrag (för låg taxering).

Vid ökning och minskning på skuldsidan inträder ett omvänt beskattningsresultat. En ökning under förra hälften eller en minskning under senare hälften av beskattningsåret kommer sålunda att medföra för låg taxering, medan en ökning under senare hälften eller en minskning under förra hälften av beskattningsåret leder till för hög taxering. Ur beskattningssynpunkt skulle det sålunda vara förmånligt att öka skulderna under förra hälften eller minska dem under senare hälften av beskattningsåret. Ett motsvarande gynnsamt beskattningsresultat skulle ernås, om insättningarna på en sparkasseräkning förlägges till senare hälften av beskattningsåret eller om uttagen koncentreras till årets förra hälft. Samma resultat inträder exempelvis genom överföring i slutet av året av kontanter eller medel å checkräkning till sparkasseräkning samt motsvarande uttag i början av nästa år.

Vidare kan självfallet en fordran, t.ex. innestående bankmedel, omvandlas i något sakvärde. Antag att en person köper exempelvis en fastighet samt betalar köpeskillingen genom uttag från sin bankräkning. Om köpet äger rum den 1 februari och köpeskillingen kontant erlägges i anslutning härtill, kommer fordringarna att minska under förra hälften av beskattningsåret med påföljd enligt vad förut sagts att realavdraget blir för högt och taxeringen för låg. Eftersom den behållna förmögenheten i realiteten inte minskat till följd av fastighetsköpet borde rätteligen köpeskillingen för fastigheten medräknas vid beräkning av realavdraget. Det torde emellertid inte vara praktiskt genomförbart att ta hänsyn till alla de fall då monetära placeringar omvandlats i sakvärden. Härtill kommer att fastigheten i ovanstående exempel inte skall i självdeklarationens förmögenhetssammanställning åsättas ett värde motsvarande köpeskillingen utan skall fastigheten upptas till sitt taxeringsvärde, vilket i allmänhet torde understiga saluvärdet. Det skulle sålunda bli nödvändigt att införskaffa särskild uppgift om köpeskillingens storlek.

Det antas nu ytterligare att förut nämnda fastighet efter några år avyttras av den nye ägaren och att köpeskillingen, som erlägges kontant, insättes på hans bankräkning. Självfallet önskar säljaren då låta försäljningstidpunkten inträffa under senare hälften av beskattningsåret, eftersom detta leder till att vederbörande ännu en gång kommer att gynnas av beskattningsreglernas utformning. Köparen har emellertid ett motsatt intresse, nämligen att köpet skall komma till stånd under förra hälften av beskattningsåret. Först om båda parterna »möts på halva vägen» och köpeavtalet sålunda träffas den 1 juli, kommer ingen av dem att ha något att vinna i beskattningsavseende. Ett realavdrag, som schablonmässigt beräknas på grundval av kapitalets genomsnittliga storlek under beskattningsåret, skulle sålunda medföra antingen att den ena parten gynnas och den andra parten missgynnas eller att omvandlingen av monetära placeringar i sakvärden och tvärt om kommer att koncentreras till mitten av beskattningsåret. En dylik utveckling kan givetvis inte vara önskvärd.

Av nedanstående sammanställning framgår i vilka fall för låg resp. för hög beskattning inträder vid användande av en beräkningsmetod, som grundar sig på den genomsnittliga storleken av fordringar eller skulder under visst beskattningsår.

För låg beskattning

F o r d r i n g a r

Ökar under *senare* hälften av besk.året

Minskar under *förra* hälften av besk.året

S k u l d e r

Ökar under *förra* hälften av besk.året

Minskar under *senare* hälften av besk.året

För hög beskattning

F o r d r i n g a r

Ökar under *förra* hälften av besk.året

Minskar under *senare* hälften av besk.året

S k u l d e r

Ökar under *senare* hälften av besk.året

Minskar under *förra* hälften av besk.året

Om realavdraget beräknas på kapitalet utan hänsynstagande till storleken av redovisad ränteintäkt står fältet fritt för ingående av skenavtal, som i beskattningshänseende skulle ställa sig mycket förmånliga för vederbörande. För »långivaren» kan visserligen en högre förmögenhetsskatt komma att påföras till följd av att en fingerad fordran måste redovisas i självdeklarationens förmögenhetssammanställning. Denna ökade skattebelastning torde emellertid i allmänhet bli av underordnad betydelse i jämförelse med den lindring av inkomstbeskattningen som medgivandet av realavdrag på en fingerad fordran kommer att medföra. I de fall då den behållna förmögenheten trots tillkomsten av en fingerad fordran inte uppgår till så högt belopp att densamma blir beskattningsbar, kommer någon påföring av förmögenhetsskatt över huvud taget inte att aktualiseras. För »låntagarens» del kommer tillkomsten av en fingerad skuld att vid förmögenhetsbeskattningen enbart vara till fördel. Vid inkomstbeskattningen kan däremot skattebelastningen bli högre genom att redovisade räntekostnader minskas med det realavdrag som belöper på den fingerade skulden. Den tidigare berörda skentransaktionen kan emellertid ingås med en »låntagare», som i beskattningshänseende inte har någon nackdel av en dylik transaktion eller hos vilken påförd skatt på grund av bristande tillgångar inte kan indrivas.

Sammanfattning

Beträffande alternativ 1 må sammanfattningsvis följande anföras. Enligt detta alternativ skall realavdraget beräknas på grundval av kapitalet. Det gäller sålunda till en början att fastställa, vilka tillgångar och skulder som skall ingå i kapitalet. Därvid uppkommer sådana frågor som om kapitalet skall utgöras enbart av monetära placeringar eller om även vissa sakvärden skall ingå däri. Vidare har man att ta ställning till frågan huruvida alla monetära placeringar skall inräknas i kapitalet eller om kontanter och räntelösa fordringar (skulder) skall utmönstras därifrån samt — beträffande räntebärande fordringar (skulder) — i vad mån räntesatsens storlek skall inverka vid bestämmandet av det belopp, varå realavdraget skall beräknas. Realavdraget skall motsvara den procentuella värdeminskning som kapitalet till följd av fallande penningvärde undergår. Vid beräkningen av realavdraget bör därför hänsyn rätteligen tagas till samtliga de förändringar som kapitalet under beskattningsåret undergått. Ett sådant förfaringssätt är emellertid inte praktiskt genomförbart. Man skulle då kunna tänka sig att fastställa det kapital, varå realavdraget skall beräknas, med hjälp av någon schablon. Det synes därvid ligga närmast till hands att fastställa kapitalet till ett belopp som motsvarar medeltalet av fordringar och/eller skulder vid beskattningsårets in- och utgång. Såsom tidigare påvisats lider emellertid en dylik schablonberäkning av så påtagliga

svagheter att densamma inte kan förordas. Det synes inte heller möjligt att utfinna någon annan godtagbar och praktikabel metod för beräkning av realavdraget på kapitalet. Med hänsyn härtill torde alternativ 1 få avvisas.

I den föregående framställningen har realavdraget beräknats med direkt utgångspunkt från ett visst kapitalbelopp. Därvid har konstaterats att det med hänsyn till kapitalets växlingar under beskattningsåret måste möta betydande praktiska svårigheter att uträkna ett riktigt realavdrag. Vidare har framkommit att man genom en sådan schablonmässig beräkning, som grundar sig på kapitalets genomsnittliga storlek under beskattningsåret, inte uppnår ett godtagbart beskattningsresultat, eftersom en dylik metod kommer att medföra antingen för låg eller för hög taxering. Man kan emellertid på en omväg komma fram till ett kapitalbelopp, varå sedan kan beräknas ett realavdrag som medför en realt riktig taxering. Sålunda kan man med tillgång till uppgifter om räntesats(er) och räntebelopp uträkna ett visst kapitalbelopp. Med ledning av det tal som anger den procentuella prisstegringen uträknas därefter realavdraget på grundval av det framräknade kapitalbeloppet.

Antag att en skattskyldig uppbär 5 % årlig ränta på en placering, som under tiden 1/1—30/9 uppgår till 100 000 kr och under tiden 1/10—31/12 till 90 000 kr. För hela året kommer alltså ränta att utgå med (3 750 + 1 125 =) 4 875 kr, vilket belopp redovisas som intäkt i den för ifrågavarande beskattningsår avgivna deklarationen. Beloppet motsvarar årlig ränta efter 5 % på ett kapitalbelopp av 97 500 kr. Om prisstegringen under året antas uppgå till 3 % blir alltså realavdraget 3 % av 97 500 kr eller 2 925 kr.

Det är sålunda möjligt att genom vissa räkneoperationer framräkna det kapitalbelopp, varå realavdraget skall beräknas. Dessa räkneoperationer synes emellertid bli betydligt mera invecklade än den metod för realavdragets beräkning, som angivits i början av detta avsnitt och som innebär att realavdraget beräknas med hänsyn till relationen mellan den procentuella prisstegringen och den tillämpade räntesatsen. I ovanstående exempel får det sålunda anses vara enklare att beräkna realavdraget till 3/5 av 4 875 kr = 2 925 kr än att vidta här ovan angivna räkneoperationer. Eftersom även metoden med uträkning av realavdraget på grundval av relationen mellan prisstegring och räntesats i praktiskt deklarations- och taxeringsarbete befunnits vara alltför omständlig och tidsödande, kommer alltså detta omdöme i ännu högre grad att gälla i fråga om den nu senast antydda metoden för realavdragets beräkning.

Alternativ 2 (»normalräntemetoden»)

Normalräntemetodens innebörd

Enligt detta alternativ skall realavdraget beräknas med direkt utgångspunkt från den redovisade nominala ränteintäkten eller räntekostnaden. Realavdraget blir därför i princip oberoende av storleken av det kapital varav räntan härrör.

Om alla räntor utginge efter exempelvis 5 % och prisstegringen under visst år utgjort 2 % kommer realavdraget att uppgå till 2/5 eller 40 % av den nominala ränteintäkten eller räntekostnaden. Långivaren blir alltså beskattad för 60 % av den nominala ränteintäkten och låntagaren medges avdrag med 60 % av den nominala räntekostnaden. Antag att en långivare uppbär och en låntagare erlägger 5 % ränta på ett penninglån å 100 000 kr. Den årliga ränteintäkten och räntekostnaden uppgår då till 5 000 kr. Om prisstegringen är 2 % blir realavdraget 40 % av ränteintäkten resp. räntekostnaden eller sålunda i

båda fallen 2 000 kr. Långivaren beskattas alltså för 3 000 kr skattepliktig inkomst och låntagarens avdragsgilla kostnad uppgår till samma belopp.

Om man utgår från en enhetlig räntesats blir beskattningsförfarandet relativt enkelt. En dylik enhetlig räntesats existerar emellertid inte utan man har att räkna med ett flertal olika räntesatser. Såsom framgår av vad tidigare anförts kommer emellertid ett laborerande med olika procenttal för beräkning av realavdraget vid skilda räntesatser att i det praktiska taxeringsarbetet vålla betydande svårigheter. Om man därför kunde fastställa en enda genomsnittlig räntesats, en »normalränta», och anknyta realavdraget till denna räntesats skulle uppenbarligen beskattningsförfarandet i hög grad underlättas och förenklas. Om den genomsnittliga räntesatsen fastställdes till 5 % skulle realavdraget vid exempelvis 3 % prisstegring genomgående utgöra 60 % av de nominala ränteintäkterna eller räntekostnaderna, oavsett efter vilka räntesatser dessa intäkter eller kostnader beräknas. En dylik metod för beräkning av realavdraget medför att långivare och låntagare, vilkas fordringar resp. skulder förräntas efter högre räntesatser än 5 %, kommer att erhålla större realavdrag än långivare och låntagare, vilkas fordringar resp. skulder förräntas efter lägre räntesatser. Det sagda framgår av följande exempel.

Antag att genomsnittsräntan fastställes till 5 %, att prisstegringen uppgår till 3 % och att realavdraget som följd härav skall utgöra 60 % av ränteintäkten resp. räntekostnaden. En person står som långivare till två penninglån, det ena lydande å 100 000 kr med 5 % årlig ränta (lån nr 1) och det andra likaledes lydande å 100 000 kr men med 6 % årlig ränta (lån nr 2). Räntan å lån nr 1 uppgår alltså till 5 000 kr och räntan å lån nr 2 till 6 000 kr eller tillhopa 11 000 kr. Realavdrag medges med 60 % av 11 000 kr eller med 6 600 kr, vilket innebär att lån nr 1 tillgodoföres ett realavdrag å 3 000 kr och lån nr 2 ett realavdrag å 3 600 kr. Den skattepliktiga inkomsten uppgår därefter till 11 000 — 6 600 = 4 400 kr. För låntagaren beräknas på motsvarande sätt den avdragsgilla kostnaden till 4 400 kr. Om realavdraget i stället beräknats med hänsyn till relationen mellan den procentuella prisstegringen och resp. räntesatser eller sålunda till att genomgående motsvara en enbart nominal ränta på 3 % skulle beskattningsresultatet ha blivit följande. I fråga om lån nr 1 skall realavdraget utgöra 3/5 eller 60 % av ränteintäkten resp. räntekostnaden, medan realavdraget beträffande lån nr 2 skall utgöra 3/6 eller 50 % ränteintäkten resp. räntekostnaden. Realavdraget för lån nr 1 blir då 3 000 kr och för lån nr 2 likaledes 3 000 kr eller tillhopa 6 000 kr. Den skattepliktiga inkomsten för långivaren och den avdragsgilla kostnaden för låntagaren kommer enligt denna beräkningsmetod att uppgå till 11 000 — 6 000 = 5 000 kr eller sålunda ett 600 kr högre belopp än med tillämpning av en enhetlig procentsats för beräkning av realavdraget.

I jämförelse med metoden att beräkna realavdraget efter skilda procenttal med hänsyn till räntesatsens höjd kommer normalräntemetoden att leda till följande beskattningsresultat. Om räntesatsen är högre än den fastställda genomsnittsräntan, blir långivarens skattebelastning lägre och låntagarens högre än om realavdraget beräknats efter skilda procenttal. Är räntesatsen däremot lägre än den fastställda genomsnittsräntan blir resultatet det omvända: långivarens skattebelastning blir högre och låntagarens lägre än om skilda procenttal kommit till användning. Differensen kommer att bli större ju kraftigare penningvärdeförsämringen är. Normalräntemetoden kommer sålunda att i beskattningshänseende medföra vissa icke önskvärda konsekvenser. Denna metod måste emellertid i det praktiska deklarations- och taxeringsarbetet avgjort vara att föredra framför den metod som innebär att realavdraget beräknas med

tillämpning av skilda procenttal med hänsyn till räntesatsens höjd. Endast sistnämnda metod leder emellertid till ett tekniskt riktigt beskattningsresultat, om avtalad räntesats avviker från fastställd genomsnittsränta.

Om avtalad räntesats sammanfaller med den fastställda genomsnittsräntan blir beskattningsresultatet detsamma som om realavdraget beräknas på ett oförändrat kapital vare sig detta är positivt eller negativt. Antag att en person har 10 000 kr i fordringar och 4 000 kr i skulder. Hans behållna förmögenhet uppgår alltså till 6 000 kr. Om prisstegringen är 3 % kommer realavdraget att uppgå till 180 kr om detsamma beräknas på den behållna förmögenheten. Motsvarande beskattningsresultat erhålles om realavdraget beräknas på räntan. Om genomsnittsräntan fastställes till 6 % samt räntan på såväl fordringar som skulder är avtalad att utgå efter samma räntesats, skall realavdraget vid en prisstegring av 3 % utgöra 50 % av nettoinkomsten av det förefintliga kapitalet. Eftersom denna nettoinkomst under angivna förutsättningar utgör 600—240 = 360 kr, blir realavdraget 50 % härav eller 180 kr.

Den väsentliga svagheten i konstruktionen av normalräntemetoden sammanhänger med att såväl långivare som låntagare har möjligheter till placeringar eller upplåning med starkt varierande räntesatser, i allmänhet sammanhängande med skilda risk- och likviditetsförhållanden. Det är därför angeläget att i korthet granska hur en normalräntemetod kan påverka villigheten att utge resp. uppta lån vid olika slag av risker och likviditet. Ett likartat problem uppstår vid upptagandet och utgivandet av indexlån med andra regleringsindex än konsumentprisindex.

Om vi utgår från en given räntedifferens mellan två penninglån med olika riskkaraktär, kommer långivaren med en normalräntemetod att få avdra *samma andel* av nominalräntesatserna. Detta verkar i första hand gynnsamt för det mer riskfyllda lånet — det som har den högre räntesatsen — där ett i absoluta tal större belopp icke betraktas som kapitalinkomst utan som real amortering.

För en låntagare inträder motsatt förhållande: det mer riskfyllda lånet kommer i första hand att verka ogynnsamt. I absoluta tal kommer ju normalräntemetoden att ge ett mindre avdragsgillt belopp genom att en större andel betraktas som real amortering och därför ej får avdras vid taxeringen.

Det sagda kan belysas med ett enkelt exempel.

En långivare vill för en typ av placering ha en realränta efter skatt på 1 % samt för en annan, mera riskfylld placering en realränta efter skatt på 2 %. Om långivarens skattesats är 40 % och den förväntade inflationen är 2 % skall det första lånet ha en nominalräntesats på 3 2/3 % för att uppfylla villkoret att ge 1 % realt efter skatt. Det andra lånet skall ha en nominalräntesats på 5 1/3 % för att ge en real avkastning på 2 % efter skatt. Om den första av dessa räntesatser betraktas som normalränta skall realavdraget medges med $6/11$ ($\frac{2\%}{3\ 2/3\%} = 6/11$) av ränteintäkten. Om samma avdragssats tillämpas på det andra lånet med den nominala räntesatsen 5 1/3 % kommer detta senare lån att ge en real avkastning efter skatt på ca 2 1/3 %, alltså en något högre avkastning än ovan angivna 2 %. För en låntagare med samma skatteförhållanden kommer naturligtvis i stället en realt ökad kapitalkostnad att uppstå för det sistnämnda lånet.

Av exemplet framgår att den reala avkastningen och den reala kostnaden — i båda fallen efter skatt — för det mera riskfyllda lånet kommer att bli större än som ursprungligen avsetts. På grund härav finns det skäl anta att efterfrågan på sådana lån ökar och att utbudet minskar, vilket i sin tur bör leda till att

räntesatserna på dessa lån sjunker. Härigenom kommer räntedifferensen mellan två penninglån med olika grad av likviditet och/eller risk att bli mindre vid tillämpning av normalräntemetoden än vid tillämpning av andra beskattningsmetoder.

Teoretiskt sett leder alltså normalräntemetoden till minskad räntedifferens. I vad mån denna minskning i praktiken blir märkbar beror bland annat på de skattesatser som dominerar lånemarknaden. Det är sålunda tänkbart, att minskningen blir så obetydlig, att den inte kommer att få någon avgörande betydelse. Även om emellertid en tillämpning av normalräntemetoden skulle minska räntedifferensen mellan lån av olika riskkaraktär, kan minskningen aldrig bli så stor att en enhetlig räntesats kommer att tillämpas.

Differensen mellan in- och utlåningsräntor, m. m.

Tidigare har antagits, att den genomsnittliga räntan är densamma vare sig fråga är om in- eller utlåning. Ett dylikt antagande kan emellertid inte anses vara realistiskt, eftersom en viss differens råder mellan in- och utlåningsränta. Inom bankväsendet gäller sålunda att inlåningsräntan är lägre än utlåningsräntan. Om man fastställer en genomsnittlig lägre inlåningsränta och en genomsnittlig högre utlåningsränta, kommer detta för en enskild skattskyldig att medföra, att realavdraget på inkomstsidan beräknas efter ett högre procenttal än på utgiftssidan.

Antag att den genomsnittliga inlåningsräntan fastställes till 4 % och den genomsnittliga utlåningsräntan till 6 % samt att prisnivån visst år stigit med 2 %. En enskild person förutsättes ha innestående bankmedel till ett belopp av 4 000 kr, som förräntas efter 4 %, samt en skuld i samma bank å 10 000 kr, som förräntas efter 6 %. Eftersom realavdraget i princip skall motsvara kapitalets värdeminskning, kommer realavdraget att utgöra 2/4 eller 50 % av ränteintäkten samt 2/6 eller 33,33 % av räntekostnaden. Beskattningsresultatet blir då följande.

Ränteintäkt	160		
Realavdrag	80	(50 %) återstår	80
Räntekostnad	600		
Realavdrag	200	(33,33 %) återstår	400
		Avdragsgillt underskott	320

Samma beskattningsresultat erhålles om det avdragsgilla underskottet enligt gällande rätt eller alltså 600—160 = 440 kr minskas med ett realavdrag å 120 kr, vilket belopp motsvarar 2 % av ett negativt kapital å 10 000—4 000 = 6 000 kr.

I det nyss återgivna exemplet får man anse, att ett realt riktigt beskattningsresultat har uppnåtts. Antag emellertid, att förhållandena är omvända eller sålunda att en fordran å 10 000 kr löper med 6 % ränta och att en skuld å 4 000 kr förräntas efter en — visserligen låg — räntesats av 4 %. Om samma procenttal som tidigare angetts för ränteintäkten resp. räntekostnaden eller sålunda 50 % resp. 33,33 % fortfarande tillämpas, blir beskattningsresultatet följande.

Ränteintäkt	600		
Realavdrag	300	(50 %) återstår	300
Räntekostnad	160		
Realavdrag	53	(33,33 %) återstår	107
		Skattepliktig inkomst	193

Den skattepliktiga inkomsten kommer alltså att uppgå till allenast 193 kr, oaktat ett realt riktigt beskattningsförfarande borde ha gett till resultat en skattepliktig inkomst av 320 kr, vilket belopp skulle ha motsvarat det avdragsgilla underskottet enligt föregående exempel. En differens å 320—193 = 127 kr — den skattskyldige till fördel — har sålunda uppkommit.

I vad mån en tillämpning av normalräntemetoden kommer att sammanpressa räntedifferenserna mellan lån av olika risk- och likviditetskaraktär är en fråga som tidigare behandlats. Det är därför inte meningen att i detta sammanhang ånyo uppta denna fråga till bedömande. Emellertid är det givet, att om räntesatserna såväl på inlåningssom på utlåningssidan sammanpressas i riktning mot den fastställda normalräntan, kommer också differensen att minska mellan vad som är att anse som ett realt riktigt beskattningsresultat och det med tillämpning av normalräntemetoden framkomna resultatet. På motsvarande sätt skulle denna differens minska, om normalräntorna på in- och utlåningssidorna närmar sig varandra genom att antingen inlåningsräntan stiger eller utlåningsräntan sjunker eller genom att en samtidig höjning resp. sänkning äger rum. Om det sålunda antas att den genomsnittliga inlåningsräntan i det förut återgivna exemplet fastställts till 5 % i stället för 4 %, skulle under i övrigt enahanda förutsättningar följande beskattningsresulteat ha uppkommit för de berörda parterna.

Ränteintäkt	200		
Realavdrag	80	(40 %) återstår	120
Räntekostnad	600		
Realavdrag	200	(33,33 %) återstår	400
		Avdragsgillt underskott	280
Ränteintäkt	600		
Realavdrag	240	(40 %) återstår	360
Räntekostnad	200		
Realavdrag	67	(33,33 %) återstår	133
		Skattepliktig inkomst	227

Differensen mellan ett realt riktigt och det med tillämpning av normalräntemetoden framkomna beskattningsresultatet uppgår i det sista fallet endast till 280—227=53 kr — den skattskyldige till fördel — mot 127 kr i det tidigare återgivna exemplet. Om den genomsnittliga utlåningsräntan fastställts till 5 % i stället för 6 % skulle motsvarande differens ha uppgått till 66 kr — likaså till den skattskyldiges fördel.

Om man för beräkning av realavdrag enligt normalräntemetoden fastställer såväl en genomsnittlig inlåningsränta som en genomsnittlig utlåningsränta, torde redan den föregående framställningen utvisa, att möjligheter finns för en person att göra icke avsedda skattevinster genom att uppträda som både långivare och låntagare.

Antag att den genomsnittliga inlåningsräntan fastställes till 4 % och den genomsnittliga utlåningsräntan till 6 % samt att prisstegringen under beskattningsåret uppgår till 3 %. Realavdraget skall då utgöra 75 % av ränteintäkter och 50 % av räntekostnader. En skattskyldig upptar ett penninglån å 100 000 kr, som förräntas efter 5 %, samt utlånar samma belopp till en räntesats av likaledes 5 %. Såväl den årliga nominala ränteintäkten som den årliga nominala räntekostnaden kommer alltså att uppgå till 5 000 kr. Enligt normalräntemetoden blir beskattningsresultatet följande.

Ränteintäkt	5 000		
Realavdrag	3 750	(75 %) återstår	1 250
Räntekostn.	5 000		
Realavdrag	2 500	(50 %) återstår	2 500
		Avdragsgillt underskott	1 250

En realt riktig beskattningsmetod eller sålunda en beskattningsmetod, enligt vilken realavdraget såväl å intäkts- som å kostnadssidan utgör 3/5 eller 60 % av intäkten resp. kostnaden, ger emellertid till resultat att varken underskott eller överskott uppkommer. Genom tillämpning av en normalräntemetod, enligt vilken realavdrag medges efter en

(högre) procentsats såvitt gäller intäkterna och efter en annan (lägre) procentsats såvitt gäller kostnaderna, kommer sålunda den skattskyldige i ovanstående exempel att bli taxerad till ett belopp som är 1 250 kr lägre än om en realt riktig beskattningsmetod använts.

Om endast en enda normalränta funnits och densamma fastställts till 5 % eller sålunda till medeltalet av in- och utlåningsräntan, skulle uppenbarligen den skattskyldige med tillämpning av normalräntemetoden inte ha kunnat göra någon obehörig skattevinst. Ur denna synpunkt måste därför en normalräntemetod, som innebär att endast en enda normalränta fastställes, vara att föredra framför en metod med en normalränta för inlåning och en normalränta för utlåning. Såsom tidigare påvisats kommer emellertid även förstnämnda metod att i beskattningshänseende medföra vissa icke önskvärda konsekvenser om tillämpad räntesats avviker från den fastställda normalräntan. Dessa konsekvenser kommer dock att mildras, om parterna på lånemarknaden träffar avtal om sådana justeringar av eljest tillämpade räntesatser, att dessa i fråga om såväl inlåning som utlåning närmar sig den fastställda normalräntan.

Antag att den genomsnittliga inlåningsräntan utgör 3 % och den genomsnittliga utlåningsräntan 5 % samt att normalräntan som följd härav fastställes till 4 %. Det förutsättes vidare att prisstegringen uppgår till 2 %. Realavdrag skall alltså medges med 50 % av intäkter resp. kostnader. Två parter på lånemarknaden, A. och B., ingår låneavtal, enligt vilka A. till B. utlånar mot 3 % ränta samt B. till A. utlånar mot 5 % ränta. Båda parterna antas ha en marginalskatt av 50 %. Med tillämpning av normalräntemetoden uppkommer för de båda parterna här nedan till vänster angivna beskattningsresultat. Till höger i sammanställningen har angetts den beskattning som skulle ha ägt rum, om en realt riktig beskattningsmetod kommit till användning. I sistnämnda fall har sålunda både ränteintäkt och räntekostnad minskats med prisstegringen, 2 %. I föreliggande fall ger sistnämnda metod samma beskattningsresultat som en rent nominalistisk metod, vilket givetvis beror på att såväl den nominala intäkten som den nominala kostnaden minskas med samma tal.

	Normalräntemetoden %		Realt riktig metod %	
		A.		
Ränteintäkt	3		3	
Realvadrag	1,5	1,5	2	1
Räntekostnad	5		5	
Realavdrag	2,5	2,5	2	3
Avdragsgillt underskott		1		2
Skatt		0,5		1
Nettokostnad efter skatt	2—0,5	= 1,5	2—1	= 1
		B.		
Ränteintäkt	5		5	
Realavdrag	2,5	2,5	2	3
Räntekostnad	3		3	
Realavdrag	1,5	1,5	2	1
Skattepliktig inkomst		1		2
Skatt		0,5		1
Nettoinkomst efter skatt	2—0,5	= 1,5	2—1	= 1

Av sammanställningen framgår att såväl A:s nettokostnad som B:s nettoinkomst, i båda fallen efter skatt, med tillämpning av normalräntemetoden blir 0,5 % högre än om en realt riktig metod kommit till användning. Med hänsyn härtill förefaller det sannolikt, att något låneavtal inte kommer till stånd, såvida inte räntesatserna justeras i riktning mot den fastställda normalräntan. Det antas att så sker och att A. utlånar till B. mot 3,33 % ränta, medan B. utlånar till A. mot 4,67 % ränta. En justering av tidigare angivna räntesatser har då skett med 0,33 procentenheter, uppåt resp. nedåt. Eftersom normalräntan fortfarande är 4 % och prisstegringen 2 % blir beskattningsresultatet med tillämpning av normalräntemetoden följande.

	A. %	
Ränteintäkt	3,33	
Realavdrag	1,67	1,66
Räntekostnad	4,67	
Realavdrag	2,33	2,34
Avdragsgillt underskott		0,68
Skatt		0,34
Nettokostnad efter skatt	1,34 — 0,34 = 1	

	B. %	
Ränteintäkt	4,67	
Realavdrag	2,33	2,34
Räntekostnad	3,33	
Realavdrag	1,67	1,66
Skattepliktig inkomst		0,68
Skatt		0,34
Nettoinkomst efter skatt	1,34 — 0,34 = 1	

Det antas nu att skattesubjekt B. är en bank. Vid nominalistisk beskattning och med tillämpning av den först angivna räntedifferensen 2 % blir nettoinkomsten, i betydelsen av skillnaden mellan inkomsträntor och utgiftsräntor, 2 % och efter skatt 1 %. Jämväl för det fall att en realt riktig beskattningsmetod kommit till användning erhålles motsvarande tal, 2 % resp. 1 %. Som tidigare påpekats sammanhänger detta med att såväl den nominala inkomsten som den nominala utgiften minskats med samma tal. Om normalräntemetoden tillämpas samt räntesatserna för in- och utlåning ändras i enlighet med vad tidigare sagts, blir nettoinkomsten *efter* skatt fortfarande 1 %. I sistnämnda fall uppgår emellertid nettoinkomsten *före* skatt till endast (4,67 — 3,33 =) 1,34 % och inte till 2 %. Av exemplen framgår att vid uträkningarnas verkställande hänsyn inte tagits till bankens förvaltningskostnader samt av- och nedskrivningar m. m. Hithörande kostnader måste givetvis medräknas och avdras från den bruttovinst av rörelsen som räntedifferensen mellan ut- och inlåningsräntor, 1,34 %, kan anses representera. Om emellertid denna bruttovinst vid beskattningen reduceras med realavdrag, som beräknats enligt normalräntemetoden, minskas också möjligheterna att utnyttja berättigade avdrag för förvaltningskostnader m. m. Även vid en förhållandevis måttlig inflation kan det då inträffa, att endast en ringa del av avdraget för förvaltningskostnader m. m. kan utnyttjas. Härigenom skulle alltså rörelsen i beskattningshänseende år efter år kunna utvisa underskott med påföljd att någon inkomstbeskattning över huvud taget inte kommer till stånd.

Beträffande normalräntemetoden må slutligen framhållas att denna direkt kommer att gynna sådana mindre nogräknade långivare som betingar sig oskäligt höga räntor. Sålunda kommer exempelvis en inkomstränta på 10 % att föranleda ett realavdrag på 5 %, om normalräntan är 4 % och prisstegringen 2 %. Låntagaren blir visserligen i motsvarande mån missgynnad, men i ett beträngt läge torde vederbörande ofta inte fästa tillbörligt avseende vid de konsekvenser som i beskattningsavseende kan uppkomma genom ingående av dylika avtal.

Sammanfattning

Sammanfattningsvis kan följande framhållas beträffande alternativ 2. Enligt detta alternativ skall realavdraget beräknas med direkt utgångspunkt från den redovisade nominala ränteintäkten resp. räntekostnaden. Sagda intäkt resp. kostnad skall i princip minskas med ett belopp, som motsvarar prisstegringen eller sålunda med den reala amorteringen. Med hänsyn till att räntesatserna varierar måste emellertid vid realavdragets beräkning olika procenttal tillämpas för att ett realt riktigt beskattningsresultat skall komma till stånd. Ett dylikt laborerande med olika procenttal med hänsyn till räntesatsernas varierande höjd måste emellertid i praktiskt deklarations- och taxeringsarbete vålla betydande svårigheter. Tillika fordras en noggrann specifikation över ränteintäkters och räntekostnaders sammansättning med angivande för varje fordran och skuld av kapital, ränta samt avtalad räntesats. Genom tillämpning av normalräntemetoden torde beskattningsförfarandet i hög grad komma att förenklas. En dylik metod kan utformas på det sättet, att man fastställer en genomsnittlig inlåningsränta och en genomsnittlig utlåningsränta och ställer dessa normalräntor i relation till prisstegringen under året. Härvid erhålles två procenttal efter vilka realavdrag skall beräknas. Eftersom inlåningsräntan är lägre än utlåningsräntan kommer det realavdrag, varmed ränteintäkterna skall minskas, att beräknas efter ett högre procenttal och det realavdrag, varmed räntekostnaderna skall reduceras, att beräknas efter ett lägre procenttal. Då realavdraget för varje beskattningsår beräknas efter ett enda procenttal såvitt gäller samtliga ränteintäkter och likaledes efter ett enda procenttal såvitt gäller samtliga räntekostnader, kommer beskattningsförfarandet enligt en dylik normalräntemetod att i tekniskt avseende bli förhållandevis enkelt. Om vederbörande skattskyldige har att redovisa ränteintäkter eller räntekostnader enligt räntesatser, som motsvarar resp. normalräntor, får beskattningsresultatet anses innebära en realt riktig beskattning. Om däremot avtalade räntesatser avviker från den fastställda normalräntesatsen kan normalräntemetoden komma att verka antingen i gynnsam eller i ogynnsam riktning för den skattskyldige. I den mån emellertid en sammanpressning av tillämpade räntesatser kan förväntas äga rum, torde dessa olägenheter komma att minska i betydelse allteftersom räntesatserna närmar sig den fastställda normalräntan. Emellertid måste beaktas att en normalräntemetod, som innebär att realavdraget beräknas efter ett procenttal på intäktssidan och efter ett annat procenttal på kostnadssidan direkt inbjuder till åtgärder i syfte att vinna icke avsedd skattelättnad. Såsom tidigare påvisats kan ett dylikt ur den skattskyldiges synpunkt gynnsamt beskattningsresultat uppnås genom att en och samma person uppträder som både långivare och låntagare. Med hänsyn härtill torde endast en enda normalränta böra fastställas. Denna skulle då motsvara medeltalet av den genomsnittliga inlåningsräntan och den genomsnittliga utlåningsräntan. Emellertid kommer även en på dylikt sätt utformad normalräntemetod att i beskattningshänseende medföra icke önskvärda konsekvenser. Sålunda kommer exempelvis en långivare, som betingar sig högre ränta än den fastställda normalräntan, att gynnas på ett obehörigt sätt, medan en låntagare, som erlägger en dylik högre ränta, blir i motsvarande mån missgynnad. Som tidigare påpekats kan emellertid dessa beskattningskonsekvenser mildras om eljest tillämpade

räntesatser sammanpressas i riktning mot den fastställda normalräntan.

B. Real beskattning av indexlån

Den föregående framställningen har behandlat frågan om real beskattning av räntan på penninglån. Eftersom en real beskattningsprincip är avsedd att tillämpas för samtliga låneformer skall givetvis även indexlån bli föremål för real beskattning.

I fråga om reallån skall uppenbarligen realavdraget motsvara indextillägget. Med hänsyn härtill torde anledning saknas att redovisa både ränta och indextillägg som intäkt och låta realavdraget (= indextillägget) avgå därifrån. I förenklingssyfte bör i stället endast räntan redovisas som intäkt resp. kostnad men utan sammanblandning med nominala ränteintäkter och räntekostnader, eftersom dessa skall reduceras med ett på visst sätt uträknat realavdrag. Av det sagda torde framgå att en allmän övergång till reallån väsentligt skulle minska de taxeringstekniska och praktiska problem som uppkommer i samband med införandet av en allmän real beskattning av kapitalinkomster.

I fråga om andra indexlån än reallån torde dessa vid real beskattning få behandlas på motsvarande sätt som penninglån. Ränta och indextillägg bör sålunda alltid redovisas som intäkter resp. kostnader. Från summa ränta och indextillägg skall därefter ett realavdrag avräknas. Om detta avdrag beräknas med ledning av en allmän prisnivåindex kan det inträffa, att realavdraget blir större eller mindre än indextillägget beroende på relationen mellan förstnämnda index och den index, efter vilken indextillägg för det ifrågavarande indexlånet beräknas. Om normalräntemetoden tillämpas kommer realavdraget att bestämmas till ett belopp, som motsvarar visst procenttal av summa ränta och indextillägg. Det är därvid troligt att taxeringstekniska skäl nödvändiggör en tillämpning av samma procenttal för penninglån och indexlån. Normalräntesatsen kan då komma att bestämmas med utgångspunkt från gällande penningräntor, eftersom penninglån, även efter införandet av indexlån, torde förekomma i väsentligt större utsträckning än indexlån.

Om normalräntesatsen bestämmes med utgångspunkt från penninglånens räntesatser, ger detta mycket bestämda verkningar i fråga om specialindexlånens riskegenskaper. En kraftig inflation kan för ett penninglån innebära att hela den nominala räntan betraktas som en real amortering, som sålunda inte beskattas hos en långivare. Om samma princip tillämpas för ett specialindexlån, kan detta medföra, att realavdraget inte endast omfattar själva indextillägget utan också en del av räntan. En ökad inflation ger således för specialindexlån beskattade enligt en normalräntemetod en efter skatt ökad real avkastning. En mindre inflation än förväntat ger å andra sidan en lägre real avkastning efter skatt för specialindexlånet (än vad som skulle ha uppnåtts vid en "riktig" realbeskattning).

Specialindexlånens riskegenskaper försämras vid tillämpning av en normalräntemetod, baserad på penninglånens räntesatser. Detta förhållande bör leda till att reallånens ställning på indexlånemarknaden förstärkes. Följande exempel belyser hur normalräntemetoden kan komma att verka beträffande specialindexlån.

Antag att den normala penningräntan är 4 % och att ett specialindexlån har en räntesats på 2 %. Den förväntade indexhöjningen är således 2 %. För att förenkla resonemangen antas att förändringarna av lånets index i stort sett följer de allmänna penningvärdeförändringarna. Om inflatio-

nen under ett år är 2 % skall 50 % av summa ränteintäkter och indextillägg beskattas som real kapitalinkomst. Beskattningen blir i detta fall densamma för de båda lånetyperna. Men om den årliga inflationen uppgår till 4 % skall inte någon del av penningräntan beskattas. Detta innebär för indexlånets del att realavdraget kommer att uppgå till samma belopp som intäkten och att sålunda varken räntan på 2 % (den reala avkastningen) eller indextillägget på 4 % beskattas. Är inflationen å andra sidan endast 1 % beskattas penninglånet för en real kapitalinkomst av 3 % (75 % av 4 procentenheter) medan indexlånet, som fortfarande endast gett en real avkastning på 2 %, kommer att beskattas för en real kapitalinkomst av 2,25 % (75 % av 3 procentenheter, omfattande ränta och en procent indextillägg). Specialindexlånen fungerar med denna beskattning på omvänt sätt i jämförelse med penninglånen. En kraftig inflation ökar den reala avkastningen, medan en obetydlig eller utebliven penningvärdeförsämring minskar den reala avkastningen efter skatt.

C. Uträkning av real ränta genom banker m. fl.

Slutligen må till behandling upptas en fråga, som är helt outredd, men som måhända kan böra övervägas. Liksom man enligt vad tidigare sagts i fråga om reallån endast redovisar den reala räntan, skulle man kunna tänka sig att förfara på motsvarande sätt såvitt gäller vissa penninglån. Om nämligen erforderliga tekniska och personella resurser finnes att tillgå, borde det inte vara otänkbart för banker och andra penninginrättningar att verkställa en uträkning inte endast av den under året upplupna nominala räntan utan även att verkställa en motsvarande uträkning av den reala räntan vare sig denna är positiv eller negativ. Lika väl som den nominala räntan införes i den av banken utfärdade motboken skulle sålunda den reala räntan anges i densamma. Härigenom skulle vederbörande motboksinnehavare, då han upprättar sin självdeklaration, ha omedelbar tillgång till en uppgift som utvisar storleken av den reala räntan, vilken därefter kan införas i deklarationen. På motsvarande sätt skulle även den reala räntan på en skuld kunna anges på det av banken i samband med räntans erläggande utfärdade kvittot eller annan handling. I fråga om obligationsfordringar innehåller de av Svenska fondhandlareföreningen vid varje års slut sammanställda fondnoteringsuppgifterna inte några uppgifter om räntebelopp. Det synes böra övervägas, om inte dessa fondnoteringsuppgifter i händelse av en allmän real beskattning skulle kunna kompletteras med uppgifter för varje obligationslån om såväl nominalt som realt räntebelopp, varigenom såväl deklarations- som taxeringsförfarandet skulle i hög grad underlättas. Om ett förfarande i enlighet med vad här ovan antytts är möjligt att realisera, skulle otvivelaktigt en synnerligen betydande del av de kapitalplaceringar, varom här är fråga, kunna inrymmas i ett dylikt system och betydelsen av tidigare angivna metoder för beräkning av realavdrag och vad därmed sammanhänger torde komma att avsevärt reduceras.

D. Övergångsproblem

Införandet av en real beskattning ger inte endast upphov till åtskilliga skattetekniska frågor utan aktualiserar även vissa övergångsproblem, som uppkommer till följd av beskattningens inverkan på prisbildning och räntesatser. Dessa problem sammanhänger bland annat med frågan om räntenivåns höjd samt om den skattemässiga behandlingen av sådana äldre lån, varom avtal träffats innan en omläggning till real beskattning blivit genomförd.

I ett tidigare avsnitt påpekades att en

övergång till real beskattning leder till sänkta penningräntesatser, om man bibehåller kravet på oförändrade reala kapitalintäkter och kapitalkostnader efter skatt. De räntesatser, som för närvarande gäller för nominalt beskattade penninglån, kan med detta betraktelsesätt anses vara delvis skattebetingade. Om nu realräntenivån bibehålles oförändrad och penningräntan vid övergången till ett realt skattesystem alltså sänkes, kommer en räntedifferens att föreligga mellan äldre lån med bundna räntesatser, som bestämts med hänsyn till ett nominalistiskt skattesystem, samt nya lån med räntesatser anpassade till ett realt skattesystem. Vid en real beskattning även av de äldre lånen kommer denna beskattningsmetod att medföra reala vinster för innehavarna av sådana lån, medan motsvarande reala förluster uppkommer för låntagarna.

Med hänsyn härtill synes de äldre lånen böra bibehållas vid den nominalistiska beskattningsprincipen. För att så skall kunna ske fordras emellertid att sådana uppgifter lämnas i självdeklarationerna att därav klart framgår, vid vilken tidpunkt låneavtalet ingåtts, så att taxeringsmyndigheten med ledning därav kan fastställa vilken beskattningsmetod som skall tillämpas beträffande viss kapitalintäkt eller kapitalkostnad. I förevarande avseende har man emellertid anledning befara, att en hel del skattskyldiga kan komma att lämna felaktiga uppgifter i syfte att få den metod tillämpad, som i beskattningshänseende medför det gynnsammaste resultatet. Visserligen finns möjligheten att stickprovsvis kontrollera uppgifternas riktighet. En mera omfattande kontroll torde däremot bli så tidskrävande att den inte kan genomföras i praktiken. Slutligen bör framhållas att det ur taxeringssynpunkt självfallet måste betecknas som otillfredsställande att man — åtminstone övergångsvis — samtidigt skall behöva tillämpa två helt skilda beskattningsprinciper vid sidan av varandra.

Man torde sålunda få konstatera, att själva övergången till ett realt skattesystem ger upphov till vissa problem som kräver sin lösning. Det har inte ansetts nödvändigt att i berörda avseende företaga en mera omfattande utredning utan avsikten med det anförda har endast varit att påpeka, att man i samband med införandet av en real beskattningsprincip inte kan underlåta att beakta vissa beskattningsproblem av ovan antydd art.

Appendix

För att närmare kunna diskutera beskattningens effekter på räntebildningen är det nödvändigt att studera de samband som finns mellan räntesatser och avkastning efter skatt för olika skattesatser, inflationsfall och skattesystem. I det följande skall några enkla algebraiska relationer uppställas.

Beteckningarna blir:

$a_{m(n)}$ = räntesats på penninglån vid nominal beskattning
$a_{r(r)}$ = räntesats på reallån vid real beskattning
$a_{m(r)}$ = räntesats på penninglån vid real beskattning
$a_{r(n)}$ = räntesats på reallån vid nominal beskattning
${}_r a$ = real avkastning före skatt
${}_r \bar{a}$ = real avkastning efter skatt
s = marginell skattesats
p = förväntad (säker) indexförändring

Då betecknas t. ex. den årliga reala avkastningen efter skatt på ett penninglån med real beskattning ${}_r \bar{a}_{m(r)}$.

För att en placerare skall uppfatta de olika placeringsformerna som likvärdiga, skall lånens reala, effektiva avkastning efter skatt vara lika stor. Ur appendix till kapitel 7 erhålls uttrycken för real, effektiv avkastning för olika låneformer. Men om vi betraktar lån med kursvärdet = lånebeloppet i pengar eller realer = inlösningsvärdet i pengar eller i realer, är deras reala, effektiva avkastning = deras årliga, reala avkastning. Vi utgår alltså från att

$$r\bar{a}_{m(n)} = r\bar{a}_{m(r)} = r\bar{a}_{r(r)}$$

Då blir $(1-s)\,a_{m(n)} - p = (1-s)\,(a_{m(r)} - p)$ och $(1-s)\,a_{m(n)} - p = (1-s)\,a_{r(r)}$ om vi antar att p är så litet att $(1+p)$ kan försummas.

Antag dessutom att nominalräntesatsen vid nomalistisk beskattning $m_{(n)}$ är given. Därvid blir de räntesatser som vid real beskattning ger indifferens de följande:

1. Räntesatsen på realt beskattade penninglån

$$m_{(r)} = m_{(n)} - \frac{p}{1-s} + p$$

För skattesatsen noll blir således $m_{(r)} = m_{(n)}$.

2. Räntesatsen på realt beskattade indexlån

$$r_{(r)} = m_{(n)} - \frac{p}{1-s}.$$

Av dessa två formler framgår att räntedifferensen för realt beskattade penninglån och indexlån är densamma som den förväntade indexändringen och oberoende av skattesatsen, allt under villkoret att lånen skall ge samma förväntade avkastning efter skatt. Observera också att faktorn $(1-s)$ ärliten för höga skattesatser och att räntedifferensen mellan de realt beskattade lånen å ena sidan och de nominalistiskt beskattade å andra sidan kan vara avsevärda.

Som ett mått på *osäkerheten i avkastning* kan det vara lämpligt att använda variansen. Antag att variansen i prisnivåförväntningarna är var (p). Därvid erhålles, om vi utgår från uttrycken för real, effektiv avkastning i appendix till kapitel 7, följande samband för variansen i den reala avkastningen vid olika beskattningsalternativ:

1. $\text{var}\ r\bar{a}_{m(n)} = \text{var}\,\frac{p}{1+p}$
2. $\text{var}\ r\bar{a}_{m(r)} = (1-s)^2\ \text{var}\,\frac{p}{1+p}$
3. $\text{var}\ r\bar{a}_{r(r)} = 0$
4. $\text{var}\ r\bar{a}_{r(n)} = s^2\ \text{var}\,\frac{p}{1+p}$

Var $\frac{p}{1+p}$ är något större än var p för $p<0$ och något mindre än var p för $p>0$. För små värden på p kan man alltså sätta $\text{var}\,\frac{p}{1+p}$ approximativt = var p. Av ovanstående följer då att variansen för ett nominalt beskattat penninglån är densamma som prisvariansen och oberoende av skattesatsen. Vid en real beskattning minskar variansen med stigande skattesats. För ett realt beskattat indexlån är variansen noll, medan ett nominalt beskattat indexlån visar en med skattesatsen stigande varians.

2. Real metod för beräkning av kapitalvinst (realisationsvinst) och kapitalförlust (realisationsförlust)

2.1 Beskattning av realisationsvinst enligt gällande rätt

Beträffande de bakomliggande förutsättningarna för den beskattning av vissa kapitalvinster, som enligt gällande rätt äger rum, må följande avsnitt återgivas ur 1944 års allmänna skattekommittés betänkande, del III, angående beskatt-

ning av realisationsvinster (sid. 60 f).

Nu gällande bestämmelser om beskattning av realisationsvinst äro en kompromiss mellan å ena sidan uppfattningen att vinst å icke yrkesmässig försäljning av egendom bör beskattas endast om vinsten är resultatet av en spekulation och å andra sidan uppfattningen att beskattningsnormen bör omfatta icke blott alla tillfälliga realisationsvinster utan över huvud taget alla förmögenhetsvinster, oavsett om de äro av spekulativ karaktär eller icke. Enligt gällande regler föreligger sålunda skattepliktig realisationsvinst om egendomen förvärvats på visst sätt och avyttras med vinst inom viss tid. Huruvida den skattskyldige haft spekulationssyfte vid förvärvet eller avyttringen tillmätes icke i och för sig någon direkt betydelse. Till grund för bestämmelserna om tidsbegränsningen ligger emellertid den tanken, att spekulativt syfte anses kunna presumeras, när försäljning sker icke alltför lång tid efter förvärvet, och samma tanke motiverar uteslutandet från realisationsvinstbeskattningen av sådana förvärv, som uppenbarligen icke kunna vara gjorda i spekulationssyfte. Presumtionen för spekulationssyfte är således den bakomliggande förutsättningen för den beskattning av vissa kapitalvinster, som enligt gällande rätt sker.

Vid övervägandet av frågan angående den beskattningsnorm, som vid en eventuell revision av realisationsvinstbeskattningen bör ligga till grund för bestämmelsernas utformning, har kommittén kommit till den uppfattningen, att så som vårt skattesystem i övrigt är uppbyggt, en beskattning av alla förmögenhetsvinster, oavsett sättet och motivet för förvärvet eller avhändandet, icke är genomförbar. Med denna utgångspunkt finner kommittén i princip riktigt att såsom i gällande rätt sker fångets art och tiden för innehavet givas avgörande betydelse för skattepliktens inträdande. Med hänsyn till svårigheten att i visst fall avgöra huruvida spekulationssyfte förelegat eller icke, är det nämligen enligt komitténs uppfattning nödvändigt att uppställa vissa schablonartade bestämmelser, enligt vilka sådant syfte presumeras vara för handen under förutsättning av att vissa objektiva fakta föreligga. Av praktiska skäl kan det härvid icke ifrågakomma att lämna den skattskyldige tillfälle motbevisa presumtionen.

Enligt gällande regler presumeras spekulationssyfte föreligga om fastighet avyttras inom tio år, annan egendom än fastighet inom fem år samt strömfall eller rättighet till vattenkraft inom femton år från förvärvet, om detta utgöres av köp, byte eller därmed jämförligt fång. I vissa fall kan även s. k. benefika fång ge upphov till beskattning för realisationsvinst. Så är fallet beträffande förvärv genom gåva av make eller skyldeman under förutsättning att givaren förvärvat egendomen genom köp, byte eller därmed jämförligt fång samt beträffande förvärv i samband med bodelning mellan makar under förutsättning att efterlevande maken resp. någondera av makarna förvärvat egendomen genom tidigare angivet fång.

Genom 1951 års lagstiftning infördes efter förslag av ovannämnda kommitté — utan ändring i princip av gällande tidsgränser för skatteplikten — en begränsning av skatteplikten efter en reducerande skala, så att realisationsvinst beskattas i sin helhet, om viss kortare tid förflutit mellan förvärv och avyttring, och därefter till allt mindre del ju närmare periodens slut avyttringen sker.

I berörda avseende har kommittén i sitt betänkande anfört bland annat följande (sid. 61 ff).

Spekulationssyfte presumeras enligt gällande regler föreligga, om lös egendom avyttras inom fem år och fast egendom inom tio år efter förvärvet. Mot dessa tidsperioder hava åtskilliga invändningar framställts, kanske framför allt i fråga om den för beskattning av vinst vid försäljning av lös egendom fastställda gränsen. Det har sålunda påstått, att den är kort nog för att den skattskyldige i regel skall anse sig kunna vänta med försäljningen till dess vinsten blir skattefri och att den är lång nog för att lägga ett skadligt band på marknadens rörlighet. I vad mån den ena eller andra av dessa erinringar, som naturligtvis framför allt hava avseende å handel

med aktier och andra värdepapper, är befogad, undandrager sig visserligen ett tillförlitligt bedömande från kommitténs sida, då under nuvarande förhållanden någon utredning, som är praktiskt användbar för ett sådant bedömande, knappast är möjlig att åstadkomma. Dock synes det kommittén ligga i sakens natur, att den vid gällande system tillämpade skarpa avgränsningen av de tidsperioder, inom vilka spekulationssyfte presumeras, måste innebära vissa olägenheter och i de individuella fallen framstå såsom ganska irrationell.

De ovannämnda olägenheterna avhjälpas emellertid i stort sett icke, vare sig man avkortar eller förlänger tidsperioderna. Därjämte hava de tidsperioder, för vilka beskattning över huvud taget bör ifrågakomma, vunnit sådan hävd, att de icke utan vägande skäl böra frångås. Då ungefär enahanda invändningar kunna göras mot vilken tidsperiod man än väljer, har kommittén stannat för att i princip förorda de nuvarande periodernas bibehållande. I varje fall finner kommittén med hänsyn till bl.a. ovissheten beträffande penningvärdets utveckling en generell förlängning av tidsfristerna icke böra ifrågakomma.

Det väsentliga felet med de nuvarande tidsgränserna är, som kommittén ovan antytt, att de konstruerats så, att gränsen mellan skatteplikt och skattefrihet blir alltför tvär. Om en skattskyldig ägt en fastighet en dag kortare tid än tio år, beskattas vinst vid försäljningen helt, har han ägt fastigheten ytterligare en dag, blir vinsten däremot helt skattefri. Kommittén finner det för sin del mera rimligt att skatteplikten efter hand reduceras för att så småningom övergå i full skattefrihet. Detta resonemang överensstämmer också väl med den tankegång som legat till grund för bestämmande av gällande tidsperioder, nämligen att ju kortare tid som förflyter mellan förvärv och försäljning desto starkare måste presumtionen för spekulationssyfte vara. Samma tankegång innebär då å andra sidan, att presumtionen försvagas ju längre tid som förflutit efter förvärvet. Det ligger i sakens natur, att om en person säljer aktier efter att hava ägt dem i en eller annan månad, man kan våga utgå från att hans avsikt från början varit att försöka göra en realisationsvinst, men har han innehaft dem i flera år, blir slutsatsen mera tveksam. Detsamma gäller, om en person säljer en fastighet efter blott en kort tids innehav eller efter att ha ägt den i åtta à tio år.

Om man som allmän regel kan fastslå, att presumtionen för spekulationssyfte är starkare ju kortare tid efter förvärvet försäljningen sker och således får anses bliva svagare ju längre tid egendomen innehafts, synes det rimligt att hänsyn härtill tages vid realisationsvinstens beskattning. Kommittén ifrågasätter därför, huruvida icke en framkomlig väg att minska de med det nuvarande systemet förenade nackdelarna var att inom gällande tidsperiod reducera beskattningen i takt med den efter hand försvagade presumtionen för spekulationssyfte.

Ett betydelsefullt problem i detta sammanhang är frågan om vid beskattning av realisationsvinst hänsyn skall tagas till i vad mån penningvärdeförsämring kan hava medverkat till vinstens uppkomst. För att en beskattning av realisationsvinst skulle bliva rättvis borde vid vinstberäkningen den vid avyttringen erhållna ersättningen omräknas i det penningvärde, som rådde vid förvärvet. Det torde emellertid icke vara praktiskt möjligt att anordna realisationsvinstbeskattningen så att hänsyn kan tagas till penningvärdets förändringar under tiden för innehavet av viss egendom. En beskattning efter en reducerande skala såsom kommittén i det följande föreslår synes emellertid icke oväsentligt minska även de olägenheter, som äro förknippade med att sådan hänsyn icke kan direkt tagas.

Såsom av det föregående resonemanget framgår, åsyftar kommittén icke någon ändring av gällande tidsgränser för skatteplikt utan förordar, att även i fortsättningen bör gälla, att vinst är skattepliktig endast om avhändande sker i fråga om fast egendom inom mindre än tio år och i fråga om lös egendom inom mindre än fem år från förvärvet. Inom dessa tidsperioder bör emellertid i konsekvens med vad ovan anförts en gradering av beskattningen av inom tidsperioderna fallande vinster ske efter en reducerande skala, så att vinsten beskattas i sin helhet om viss kortare tid förflutit mellan förvärv och försäljning och därefter till allt mindre del ju närmare periodens slut försäljningen sker. Såsom ovan framhållits vinner man härmed icke blott en mjukare övergång mellan skatteplikt och skattefrihet utan eliminerar också i viss mån olägenheterna av att hänsyn till förändringar i penningvärdet icke kan tagas.

De reducerande skalornas konstruktion för olika slag av egendom framgår av 35 § 2 och 3 mom. KL. Med bortseende från realisationsvinst vid avyttring av strömfall eller rättighet till vattenkraft samt de fall, då skatteplikt inte inträder på grund av tvångsförsäljning och vissa upplåtelser eller på grund av sådan avyttring av fastighet eller fastighetsdel som utgör led i åtgärder för jordbrukets eller skogsbrukets yttre rationalisering, räknas som skattepliktig realisationsvinst

a) då fråga är om vinst genom avyttring av fastighet:

om den innehafts

mindre än 7 år	100 % av vinsten
7 år men mindre än 8 år	75 % » »
8 » » » » 9 »	50 % » »
9 » » » » 10 »	25 % » »

b) då fråga är om vinst genom avyttring av annan egendom än fastighet:

om egendomen innehafts

mindre än 2 år	100 % av vinsten
2 år men mindre än 3 år	75 % » »
3 » » » » 4 »	50 % » »
4 » » » » 5 »	25 % » »

Vid beräkning av realisationsvinst upptages såsom intäkt vad som erhållits för den avyttrade egendomen. Avdrag får ske för alla omkostnader för förvärvet och avyttringen, således för erlagd köpeskilling, för vad som nedlagts på förbättring av egendomen, för inköps- och försäljningsprovision, för stämpelkostnader m. m. Såvitt gäller fastigheter, för vilka inkomstberäkningen sker enligt schablonmetod, hänföres till omkostnad även sådan kostnad som nedlagts på reparation och underhåll av fastigheten, i den mån den avyttrade egendomen på grund därav vid avyttringen befunnit sig i bättre skick än vid förvärvet. Om den skattskyldige tidigare fått åtnjuta avdrag för värdeminskning av den avyttrade egendomen, skall å andra sidan omkostnadsbeloppet minskas med detta avdrag, såvida inte vad som vid avyttringen återbekommits av de avskrivna beloppen skall inräknas i intäkt av rörelse. Vidare får den skattskyldige vid vinstberäkningen åtnjuta avdrag för under beskattningsåret utbetalda förvaltningskostnader och räntor i den mån dessa inte bör hänföras till annan förvärvskälla.

Realisationsförlust beräknas efter samma regler som gäller för beräkning av realisationsvinst. Om den avyttrade egendomen innehafts under sådan tid, att därest vinst uppstått vid avyttringen, vinsten endast till viss del skulle ha räknats som skattepliktig realisationsvinst, får avdrag åtnjutas endast för däremot svarande del av förlusten. Avdrag för realisationsförlust kan medges endast i den mån kvittning kan ske mot realisationsvinst som uppkommit under samma beskattningsår.

2.2 Motiv och principer för en real kapitalvinstbeskattning

Den grundläggande frågan vid en diskussion om utformningen av kapitalvinstbeskattningen är i vilken utsträckning kapitalvinster och värdestegring över huvud taget skall bli föremål för beskattning. Det nuvarande svenska skattesystemet saknar i princip instrument för inkomstbeskattning av värdestegring, som inte genom försäljning blir tillgänglig för innehavaren utan konsekvent ackumuleras. En genom avyttring realiserad värdestegring kan däremot beskattas som inkomst av jordbruksfastighet, annan fastighet eller rörelse, om inkomsten författningsenligt skall hänföras till någon av dessa förvärvskällor. I övrigt kan en realiserad värdestegring beskattas som inkomst endast för det fall att reglerna för beskattning av realisationsvinst är till-

lämpliga. Av tidigare lämnad redogörelse framgår att beskattning av realisationsvinst kan komma till stånd endast om egendomen förvärvats på visst sätt och avyttrats inom viss tid från förvärvet. Motiveringen för att beskattning av realisationsvinster äger rum är, att sådana vinster presumeras vara resultatet av en spekulation och av denna anledning ansetts böra bli föremål för beskattning.

Ett av argumenten för att realisationsvinster bör beskattas efter en fallande skala är, att man härigenom ansett sig kunna inte oväsentligt minska de olägenheter, som sammanhänger med att direkt hänsyn till penningvärdets förändringar inte kunnat tas. Det är dock uppenbart att den nuvarande avtrappningen endast delvis kan motiveras av hänsyn till penningvärdets förändringar. Ett helt konsistent beaktande av sådana förändringar skulle nämligen i händelse av förbättrat penningvärde innebära, att den skattepliktiga realisationsvinsten i stället för att bli föremål för en avtrappning skulle uppskrivas, ett förfarande som ej ens diskuterats i förarbetena till nuvarande lagstiftning.

I fortsättningen diskuteras närmare utformningen av en real princip vid realisationsvinstbeskattningen. Vid en allmän real beskattning av kapitalinkomster är det naturligt att tillämpa det reala betraktelsesättet även för realisationsvinstbeskattningen. Men även vid en i övrigt nominal beskattning kan en real beskattning av kapitalvinster, åtminstone för vissa tillgångar, vara motiverad ur risksynpunkt. Med en sådan beskattning är nämligen placeraren — oberoende av placeringens varaktighet — i högre grad än vid en nominal beskattning säker på att kunna bibehålla ett realt oförändrat kapital. Helt generellt kan således sägas att för alla placerare, som har en real värdering, bör en real princip för realisationsvinstbeskattningen vara att föredra.

Däremot kan ingenting a priori sägas om en real metod är gynnsammare än en nominalistisk metod. Detta sammanhänger bland annat med frågan huruvida nuvarande regler för avtrappning av skattepliktiga realisationsvinster och om tidsfristernas längd skall bibehållas eller inte.

Motiveringen för införandet av en real kapitalvinstbeskattning även i ett i övrigt nominalistiskt system är densamma som enligt argumentationen för en separat real beskattning av indexlån reglerade med en allmän konsumtionsprisindex. De tillgångar, vilka blir föremål för kapitalvinstbeskattning, exempelvis fastigheter och aktier, har i allmänhet en »real» karaktär. Egenskapen att vara reala placeringsobjekt förstärkes i och med en real utformning av realisationsvinstbeskattningen och en omläggning till real beskattning av kapitalvinster kan således vara ett självständigt bidrag till en mer allmän lösning av värdesäkringsproblemen.

En real beskattning av realisationsvinster torde i och för sig inte nödvändiggöra ett slopande av de principer, varpå den nuvarande realisationsvinstbeskattningen är grundad. Även vid en real beskattning kan sålunda presumtionen för spekulationssyfte anses vara den grundläggande förutsättningen för beskattning av vissa kapitalvinster. Beträffande de nuvarande reducerande skalorna kan visserligen sägas att desamma minskar de olägenheter, som är förknippade med att hänsyn inte direkt kan tagas till den penningvärdeförsämring som ägt rum under innehavstiden, men det avgörande skälet för att dessa skalor tillkommit får dock anses vara, att presumtionen för spekulationssyfte måste vara starkare ju kortare tid som förflutit mellan förvärv och avyttring

samt att denna presumtion å andra sidan försvagas ju längre innehavstiden är. Genom de reducerande skalorna vinnes också en förhållandevis mjuk övergång mellan full skatteplikt och full skattefrihet. Något direkt avgörande skäl för att vid real beskattning slopa de reducerande skalorna kan därför inte anses föreligga, även om dessa skalor kan befinnas böra undergå en del förändringar.

Däremot kan man diskutera, huruvida det kan anses vara av behovet påkallat att införa en real beskattning för alla slag av realisationsvinster oavsett innehavstidens längd, den avyttrade egendomens karaktär samt andra omständigheter, som kan påverka valet mellan nominalistisk och real beskattning. Man kan även göra gällande, att om en real kapitalvinstbeskattning går att genomföra, bör också uppkommen vinst, eftersom densamma är real, beskattas oavsett innehavstidens längd eller, om detta inte anses vara tekniskt möjligt, att i varje fall nu gällande tidsfrister förlänges. Med liknande tankegångar skulle man kunna hävda, att en real förlust bör få avdras även för det fall att densamma inte kan kvittas mot en real vinst. Dessa frågor kommer senare att beröras.

Till en början förutsättes sålunda att nuvarande regler för realisationsvinstbeskattningen bibehålles oförändrade, dock givetvis med den väsentliga inskränkningen att sådana vinster och förluster, som är föranledda av förändringar i penningvärdet, inte föranleder någon beskattningsåtgärd. I enlighet härmed skall sålunda endast reala vinster och reala förluster bli föremål för beskattning resp. medföra avdragsrätt i den mån avdrag enligt gällande bestämmelser kan medges för realisationsförlust.

Om man bortser från förbättringskostnader, under innehavstiden åtnjutna värdeminskningsavdrag etc., utgöres realisationsvinsten vid försäljning av fastighet av skillnaden mellan försäljningspriset och inköpspriset. Om sålunda en fastighet inköpes för 100 000 kr och inom tio år avyttras för 160 000 kr uppgår realisationsvinsten enligt gällande bestämmelser till 60 000 kr. Härvid beaktas sålunda inte de förändringar i penningvärdet som kan ha ägt rum under innehavstiden. Antag emellertid att prisstegringen under innehavstiden enligt en allmän prisnivåindex uppgår till 50 % och att index sålunda stigit från 100 till 150. I ett dylikt fall uppgår den reala vinsten endast till 10 000 kr. Den reala vinsten framkommer därvid såsom skillnaden mellan försäljningspriset samt det med ledning av index till prisnivån vid försäljningstillfället uppräknade inköpspriset. Det ursprungliga inköpspriset skall sålunda i föreliggande exempel uppräknas med 50 % till 150 000 kr.

I det ovan intagna exemplet möter inga svårigheter att beräkna den reala vinsten. Antag emellertid att fastigheten under innehavstiden undergått förbättring och att kostnaderna härför — vilka kostnader alltså inte tidigare fått avdragas — kan beräknas till 10 000 kr. Att till beloppet fastställa storleken av dylika förbättringskostnader ställer sig ofta svårt, i synnerhet om en längre tid förflutit mellan tidpunkten för arbetets utförande och försäljningstillfället samt tidigare avgivna deklarationer ävensom kvitton och andra handlingar som kan styrka behörigheten av yrkat avdrag på grund härav inte längre finnes i behåll. Vid real beskattning måste uppenbarligen även förbättringskostnader omräknas med hänsyn till prisutvecklingen under tiden från deras uppkomst fram till försäljningstillfället. Om sålunda den allmänna prisnivån under berörda

tid stigit med exempelvis 25 % bör avdrag medges inte med 10 000 kr utan med 12 500 kr. Om så sker kommer den tidigare omnämnda reala vinsten på 10 000 kr att förbytas i en real förlust på 2 500 kr. Det antas emellertid ytterligare, att säljaren under sin innehavstid enligt den tidigare omnämnda s. k. indexvärdemetoden — för vilken en närmare redogörelse lämnas under avsnitt 4 och 5 — åtnjutit avdrag för värdeminskning av en å fastigheten befintlig byggnad med sammanlagt 10 % av det vid försäljningstillfället gällande avskrivningsunderlaget. Om detta enligt indexvärdemetoden uppgår till exempelvis 120 000 kr skall följaktligen 12 000 kr återföras till beskattning. Den tidigare framräknade reala förlusten på 2 500 kr kommer då att omvandlas i en real vinst på 9 500 kr.

Som tidigare nämnts kan avdrag för realisationsförlust enligt gällande bestämmelser medges endast i den mån kvittning kan ske mot realisationsvinst. I den tidigare diskussionen angående avdrag för realisationsförlust har man å ena sidan förmenat, att en dylik förlust borde få avdras från inkomsten av övriga förvärvskällor, om inte kvittning kunde ske mot en under samma beskattningsår uppkommen realisationsvinst. Som motivering för denna ståndpunkt har bland annat gjorts gällande att det måste ligga i sakens natur, att om en intäkt av visst slag ansågs öka skatteförmågan och därför behandlas som inkomst, borde en förlust av likartad beskaffenhet anses minska skatteförmågan och därför vara avdragsgill. Å andra sidan har det bland annat framhållits, att det ofta vore synnerligen enkelt att i händelse av värdeminskning å en tillgång verkställa en realisation och erhålla avdrag för uppkommen förlust, medan vederbörande kunde underlåta att vid värdestegring företa en motsvarande åtgärd och på så sätt undgå beskattning för den vinst som en avyttring skulle ha föranlett. Mot bakgrunden av de synpunkter, som anförts till stöd för uppfattningen att avdrag för realisationsförlust inte i obegränsad omfattning borde medges, torde denna fråga tarva ytterligare överväganden. I den mån emellertid en real kapitalvinst- och kapitalförlustbeskattning, som göres oberoende av innehavstidens längd, kan tänkas komma till stånd eller om nu gällande tidsfrister avsevärt förlänges, synes tidigare framförda betänkligheter mot en obegränsad avdragsrätt komma att försvinna eller försvagas.

En real kapitalvinstbeskattning aktualiserar sålunda frågan, om inte avdrag för realt bestämda realisationsförluster i princip bör medges även om kvittning inte kan ske mot realisationsvinst. Den nuvarande asymmetrien i beskattningen har under perioder med ett konstant försämrat penningvärde haft förhållandevis begränsad effekt i den meningen att nominala realisationsförluster förekommer mera sällan än reala. Ett realt betraktelsesätt med ett ökat antal reala realisationsförluster kan således komma att kräva en ändring av bestämmelserna om avdrag för realisationsförlust.

Under förutsättning att en real beskattning av kapitalvinster är möjlig att genomföra, skulle det kunna göras gällande, att en dylik beskattning med hänsyn till att den träffar enbart den reala vinsten bör äga rum oavsett innehavstidens längd. Man skulle sålunda frångå den nu gällande principen att endast kapitalvinster, som presumeras vara resultatet av en spekulation, skall bli föremål för beskattning. Härigenom skulle också motiveringen för beräkning av den skattepliktiga vinsten efter en fallande skala få tas under omprövning.

En dylik obegränsad kapitalvinstbe-

skattning kommer emellertid att medföra åtskilliga besvärliga problem. Sålunda kommer givetvis svårigheterna att förebringa ett tillförlitligt underlag för beräkning av vinsten och att få till stånd en godtagbar beskattning att öka med innehavstidens längd. Särskilt såvitt gäller fastigheter, som under en lång tidrymd varit i den skattskyldiges ägo och som undergått åtskilliga ombyggnader och förbättringar vid olika tidpunkter, måste det bli ytterligt svårt för att inte säga omöjligt att få till stånd en nöjaktig utredning.

I detta sammanhang uppkommer även frågan, huruvida en real kapitalvinstbeskattning skall komma till stånd exempelvis för det fall att den skattskyldige genom gåva avhänder sig fastigheten. Om emellertid en gåvogivare skulle beskattas för skillnaden mellan fastighetens värde vid gåvotillfället och ett med ledning av index omräknat värde vid den tidpunkt, då han förvärvade densamma, skulle detta innebära, att en icke realiserad värdestegring bleve föremål för inkomstbeskattning, vilket vore så mycket mindre befogat som gåvogivarens skatteförmåga snarare minskat än ökat till följd av gåvans överlämnande. Om däremot en fastighet som erhållits i gåva avyttras med real vinst, torde skälen för inkomstbeskattning av denna vinst vara starkare än om fastigheten överlåtes genom benefik rättshandling. Denna reala vinst skulle därvid — med bortseende från förbättringskostnader, avskrivningar etc. — i princip motsvara skillnaden mellan försäljningspriset och fastighetens med ledning av index omräknade värde vid tidpunkten för gåvans mottagande eller sålunda det taxeringsvärde, som legat till grund för beskattningen av den gåva, genom vilken fastigheten förvärvats.

En real beskattning av realisationsvinst i samband med avyttring av fastighet kommer otvivelaktigt att medföra beskattningsproblem av olika slag. Till en början måste sålunda inköpspriset med hjälp av en allmän prisnivåindex omvandlas i det penningvärde som gäller vid försäljningstillfället. En liknande omräkning måste ske beträffande sådana kostnader för ny-, till- eller ombyggnad och annan grundförbättring, som under innehavstiden nedlagts på fastigheten. Med hänsyn härtill blir det nödvändigt inte endast att fastställa storleken av dessa kostnader, vilket ofta möter betydande svårigheter, utan även att hänföra kostnaderna till vederbörlig tidpunkt, eftersom omräkningen måste företagas med utgångspunkt härifrån. I fråga om sådana fastigheter, för vilka inkomsten beräknas enligt schablonmetod (en- och tvåfamiljsfastigheter m. fl.), gäller att även kostnader för reparation och underhåll får avräknas vid realisationsvinstberäkningen i den mån den avyttrade fastigheten till följd av sålunda nedlagda kostnader befunnit sig i bättre skick vid avyttringen än vid förvärvet. Detta motiveras av att berörda kostnader tidigare inte fått avdragas. Även dessa kostnader måste alltså fastställas och hänföras till viss tidpunkt. Vidare måste den reala storleken av åtnjutna värdeminskningsavdrag fastställas. Om indexvärdemetoden tillämpats vid beräkningen av värdeminskningsavdragen har man att utgå från det vid försäljningstillfället gällande avskrivningsunderlaget och konstatera huru stor del av detsamma som avskrivits under innehavstiden. Det sålunda beräknade beloppet skall därefter tilläggas den framkomna vinsten. I den mån indexvärdemetoden inte tillämpats måste avskrivningsunderlaget i efterhand omräknas med ledning av index, varefter den eller de procentsatser, som under innehavstiden tillämpats för beräkning av värdeminskningsavdragen,

apteras på det omräknade avskrivningsunderlaget. Det belopp i form av återvunna värdeminskningsavdrag, som skall tilläggas den eljest framräknade vinsten, kommer då att bli detsamma som om indexvärdemetoden tillämpats redan under innehavstiden.

Vid avyttring av lös egendom torde för beräkning av den reala vinsten i princip samma tillvägagångssätt kunna tillämpas som vid avyttring av fastighet. Uträkningen torde emellertid såtillvida bli enklare som någon omräkning i allmänhet inte behöver ske av förbättringskostnader. Vidare torde frågan om beskattning av återvunna värdeminskningsavdrag endast undantagsvis komma att aktualiseras. I fråga om värdepapper gäller att avdrag för beräknad värdeminskning å dylika handlingar endast kan medges om värdehandlingarna är att anse som omsättningstillgångar (varulager). I sistnämnda fall beskattas emellertid uppkommen vinst som inkomst av rörelse och inte som realisationsvinst.

Såvitt gäller värdepapper — exempelvis aktier — bör möjligheterna att oberoende av innehavstidens längd få till stånd en real kapitalvinstbeskattning vara betydligt enklare än beträffande fastigheter, eftersom vinsten i princip endast utgöres av skillnaden mellan försäljningspriset och ett med ledning av index omräknat inköpspris. Om sålunda uppgift om värdehandlingens inköpspris och inköpsår lämnas i varje års deklaration torde sedan en omräkning av inköpspriset med hjälp av index inte behöva möta alltför stora svårigheter. I varje fall skulle man kunna tänka sig en betydande förlängning av den tidsfrist om fem år, som nu gäller som villkor för att realisationsvinstbeskattning skall kunna ske vid avyttring av lös egendom.

I den föregående framställningen har antagits att realisationsvinstbeskattningen genomgående skall bygga på real grund. Det kan emellertid ifrågasättas, om det är påkallat att tillämpa en real beskattning för samtliga realisationsvinster oavsett innehavstidens längd och den avyttrade egendomens art. För kapitalplaceringar, som från början varit avsedda att vara kortsiktiga och som verkställts i uppenbart spekulationssyfte, exempelvis kortsiktiga affärer med aktier och andra värdepapper, synes det sålunda finnas mindre anledning att tillämpa en real beskattning än beträffande kapitalplaceringar, som varit avsedda att fortbestå, exempelvis förvärv av egen bostadsfastighet. Att förebringa någon godtagbar bevisning rörande den bakomliggande avsikten med en viss placering torde dock inte vara möjligt. Man synes emellertid kunna våga påståendet, att förvärv av en fastighet i allmänhet är att anse som en mera långsiktig placering under förutsättning givetvis att fastigheten inte utgör omsättningstillgång i förvärvskällan rörelse. Den omständigheten att en fastighet efter endast några år avyttras behöver sålunda inte innebära att fastigheten förvärvats i spekulationssyfte utan kan avyttringen vara föranledd av helt andra orsaker, exempelvis fastighetsägarens avflyttning från orten. I fråga om exempelvis aktier torde det däremot ligga närmare till hands att antaga att spekulationssyfte verkligen förelegat, om avyttring sker inom en förhållandevis kort tidrymd. Eftersom det emellertid inte torde vara möjligt att förebringa någon godtagbar bevisning rörande det bakomliggande syftet med förvärvet, synes den reala beskattningsprincipen böra tillämpas oberoende av innehavstidens längd.

2.3 Särskilda problem vid en real kapitalvinstbeskattning

A. Skuldbelastad egendom

Om avyttrad egendom är skuldbelastad har säljaren vid nominalistisk beskattning medgivits avdrag för hela den erlagda nominala skuldräntan. Med ett realt betraktelsesätt skulle man då kunna göra gällande att, eftersom säljaren under innehavstiden tillgodoförts avdrag även för reala amorteringar på skulden, dessa amorteringar vid beräkningen av den reala kapitalvinsten bör återföras till beskattning. Tillvägagångssättet skulle därvid i princip gå ut på att med hjälp av en allmän prisnivåindex för varje år uträkna en real ränta sådan densamma kommer till uttryck genom reducering av den nominala räntan med den under året inträffade prisstegringen samt att därefter till beskattning återföra skillnaden mellan den nominala och den reala räntan. Det inses lätt att ett dylikt återförande till beskattning av reala amorteringar i taxeringstekniskt avseende måste vålla högst betydande svårigheter i synnerhet om innehavstiden varit lång. Härjämte måste beaktas sådana förändringar i fråga om skuldens och därmed också av räntebeloppens storlek, som under innehavstiden inträtt till följd av verkställda amorteringar eller genom upptagande av nya lån.

Om man emellertid anser att en låntagares inflationsvinst bör återföras till beskattning i samband med beräkningen av den reala kapitalvinsten, torde man också få taga steget fullt ut och genomgående beskatta sådana inflationsvinster. Det är nämligen svårt att finna något godtagbart skäl, varför en låntagares inflationsvinst skall beskattas endast i det speciella fall, då fråga är om beskattning av realisationsvinst, men bli skattefri vid beräkning av inkomst av övriga förvärvskällor.

Vidare har man anledning ställa den principiella frågan, huruvida resonemanget om återförande till beskattning av reala amorteringar överhuvudtaget är hållbart. Detta resonemang får anses bygga på antagandet, att den »riktiga» reala räntenivån under innehavstiden kunnat fastställas. Detta låter sig dock inte göra, eftersom man inte vet i vilken utsträckning en sedermera inträffad prisstegring av båda parter faktiskt förutsågs vid låneavtalets ingående och vid bestämmandet i samband härmed av den nominala räntesatsen för det ifrågavarande lånet. Å andra sidan förefaller det rimligt anta, att såväl centralbanken som allmänheten i det förflutna haft en benägenhet att underskatta de framtida prisstegringarnas storlek, men det är av naturliga skäl inte möjligt att avgöra hur stor denna underskattning varit. Till följd härav kan man inte heller avgöra hur stor del av låntagarens inflationsvinst som varit icke avsedd och därmed av sådan karaktär att den bör återföras till beskattning.

Om en real kapitalvinstbeskattning införes i ett i övrigt nominalistiskt skattesystem blir sålunda resultatet av det förda resonemanget, att det torde saknas anledning att vid beräkningen av den reala vinsten göra åtskillnad mellan skuldbelastad och icke skuldbelastad egendom. En real metod för beräkning av realisationsvinst kommer alltså att ge samma resultat vare sig egendomen är behäftad med skuld eller icke.

Det bör tilläggas att frågan om en eventuell beskattning av låntagarnas inflationsvinster överhuvudtaget inte kommer att aktualiseras, om en real metod för beräkning av kapitalkostnader genomgående tillämpas vid beskattningen. En real kapitalvinstbeskattning kan sålunda sägas vara nära förknippad med

en real metod för beräkning av kapitalintäkter och kapitalkostnader.

För bedömningen av frågan om en real kapitalvinstbeskattning är det nödvändigt att utgå från vissa hypoteser om hur principerna för realisationsvinstbeskattningen påverkar kapitalvärdena i en marknad. Att det inte är orealistiskt att utgå från att kapitalvärdena i stort sett är oberoende av beskattningsförfarandet, åtminstone om realisationsvinstbeskattningen är begränsad i tiden, framgår av följande resonemang. För en placerare, som avser att inneha ett värdeföremål eller en kapitaltillgång under mycket lång tid (eller för kapitaltillgångar vars ekonomiska värde minskar med tiden genom teknisk förslitning: till dess kapitalföremålet är förbrukat), uppstår ingen realisationsvinst och därigenom blir också det pris en sådan placerare är villig att betala oberoende av realisationsvinstbeskattningens utformning. Visserligen är sådana placerare med all säkerhet sällsynta och även de verkliga långtidsplacerarna kan vara intresserade av den grad av likviditet som en tillgång ger under innehavstiden. Men även för långsiktsplaceringar med en uppåt begränsad varaktighet spelar realisationsvinstbeskattningen en underordnad roll, då det till inköpstidpunkten diskonterade värdet av den framtida skatteskulden i samband med avyttringen kan vara liten i förhållande till nuvärdet av avkastningen fram till försäljningstidpunkten. Det är inte orimligt att utgå från att marknaden för olika slag av kapitalplaceringar fungerar så, att priserna i huvudsak bestämmes av dessa långsiktsplacerare, som i viss grad är oberoende av vald metod för realisationsvinstbeskattningen. Samma slutsats — om kapitalvärdenas oberoende av kapitalvinstbeskattningen — erhålles om placerare med mycket låga skattesatser är dominerande för prisbildningen.

För att närmare kunna undersöka den reala kapitalvinstbeskattningens verkningar skall i det följande några konkreta, men förenklade fall studeras. Först diskuteras en helt separat real kapitalvinstbeskattning av en tillgång av real karaktär. I exemplet har valts att studera en aktie, men denna tillgång kan i princip ersättas av andra liknande »realtillgångar», exempelvis fastigheter och byggnader. Det har hävdats, att det inte är möjligt att separat genomföra en real kapitalvinstbeskattning utan att samtidigt kapitalinkomstbeskattningen utformas realt. Argumentet härför är främst att samtidigt innehav av realtillgångar och skuldsättning för inköp av dessa tillgångar leder till skattevinster. Detta argument granskas ingående och en serie olika fall studeras, i vilka den inköpta realtillgången finansierats med olika slag av lån och med tillämpning av skilda skatteprinciper för dessa lån.

Antag att en aktie förväntas ge en konstant real utdelning varje år. Detta innebär att om marknadens krav på real avkastning är oförändrade så är aktiens realvärde konstant. Samma gäller exempelvis för en fastighet eller en byggnad, men i det senare fallet måste också tillkomma en förutsättning om att produktivitetsförändringar i byggnadsproduktionen förväntas vara konstanta. Tillgångens nominala värde följer med dessa förutsättningar den allmänna prisnivån och tillgången har ungefär samma egenskaper ur värdesäkringssynpunkt som ett indexlån. Med dessa förutsättningar uppkommer ej heller någon real kapitalvinst eller kapitalförlust. Förändras däremot avkastningskraven eller förväntningarna om real utdelning — exempelvis genom icke förväntade produktivitetsförändringar — uppstår reala kapitalvinster eller kapitalförluster.

Antag vidare att den för prisbildningen på aktiemarknaden relevanta skattesatsen är 40 % och att marknadsjämvikt inträffar då den reala avkastningen efter skatt är 1 %. En aktie, som ger en årlig utdelning på 5 kr, ger därvid ett kapitalvärde på omkring 300 kr. Detta kapitalvärde följer med de tidigare förutsättningarna i stort sett penningvärdets förändringar.

Om nu utdelningen höjs till 6 kr/år och penningvärdet fortfarande är konstant ökar aktiens kapitalvärde till 360 kr. Utdelningshöjningen kan antas vara betingad av något slags icke förväntad produktivitetsförändring, som är bestående för företaget. En försäljning av denna aktie skall alltså leda till att en realisationsvinst på 60 kr beskattas. Med de förutsättningar, som ovan gjorts angående aktiens följsamhet till den allmänna prisnivån, skall alltså den reala kapitalvinsten vara 60 kr, oberoende av vid vilken tidpunkt aktien försäljes och vilka penningvärdeförändringar, som inträffat under tiden.

Den fråga som nu kan ställas är, om detta reala kapitalvinstbeskattningsresultat är oberoende av om aktien finansierats med lån av viss typ och av den beskattningsmetod som tillämpats för detta lån. För det fall aktien finansierats med eget kapital föreligger uppenbarligen ett »riktigt» skatteresultat — sett ur en real synpunkt. Varje år har en real utdelning på 6 kr (höjd från tidigare 5 kr) till hela sitt belopp tagits till beskattning. Vid avyttringen av aktien tillkommer den ovannämnda kapitalvinsten på 60 kr.

Har aktien till hela sitt värde finansierats med ett realt beskattat indexlån föreligger också ett realt riktigt resultat. Varje år har det nämligen ålegat aktieägaren-låntagaren att redovisa en utdelning svarande mot en real kapitalintäkt på 6 kr och en kapitalkostnad, som, om samma reala avkastningskrav efter skatt är bestämmande för prisbildningen på indexlånemarknaden som på aktiemarknaden, också har uppgått till ca 6 kr. Kapitalintäkt och kapitalkostnad tar ut varandra. Däremot beskattas hela den reala realisationsvinsten.

Nyss gjordes antagandet att avkastningskraven — i reala termer efter skatt — var desamma på indexlånemarknaden som på aktiemarknaden. Detta skulle innebära att räntesatsen på indexlånemarknaden skulle vara 1,66 %. (Efter 40 % skatt erhålles en real avkastning på 1 %.) Antagandet är inte nödvändigt för det följande resonemangets giltighet men underlättar väsentligt framställningen. Att de reala avkastningskraven kan vara olika i de bägge marknaderna och att det med hänsyn härtill är möjligt att göra vinster genom samtidig upplåning och köp i aktiemarknaden är en fråga, som faller utanför denna framställning.

Har aktiefinansieringen skett med ett realt beskattat penninglån uppkommer inte heller några problem. Antag att penningvärdeförsämringen är någorlunda konstant och säker samt att den räntedifferens, som föreligger mellan realt beskattade indexlån och penninglån, svarar mot den verkligen inträffade penningvärdeförsämringen. Med dessa antaganden kommer aktieutdelningen att helt motsvara den avdragsgilla kapitalkostnaden. Räntesatsen på penninglånet blir, med de antaganden som gjorts beträffande skattesats och avkastningskrav, 1,66 % plus den förväntade penningvärdeförsämringen. Då beskattningen är real får endast den reala kostnaden — 1,66 % — avdras. Exemplen visar att om beskattningen är real, så kan en real kapitalvinstbeskattning genomföras med ett resultat, som är oberoende av upplåningsform.

Nästa exempel behandlar ett nominalt

beskattat indexlån. För detta fall uppstår en del problem vid valet av skattesats för ett räkneexempel. Det är enklast att anta, att den skattesats, som tillämpas för det nominalt beskattade indexlånet, är samma skattesats, som bestämmer kursen på aktierna — här helt godtyckligt satt till 40 %. Med denna skattesats fordras det en realräntesats, som väsentligt överstiger den reala avkastningen efter skatt med hänsyn till att även indextillägget beskattas. Det måste framhållas, att om kravet på en bestämd real avkastning efter skatt är avgörande, beror den nödvändiga räntesatsens storlek på förväntningarna om penningvärdets förändringar. Som ett exempel kan pekas på att om den allmänna förväntan om en indexhöjning uppgår till 3 % fordras en real räntesats på 3,66 % (1,66 % + två tredjedelar av den förväntade indexhöjningen) för att den reala avkastningen efter skatt skall bli 1 %.

Om ett nominalt beskattat indexlån har denna räntesats får således låntagaren varje år avdra en kapitalkostnad på 3,66 % plus penningvärdeförsämringen — här antagen till 3 % — samtidigt som utdelningen endast uppgår till 1,66 % av aktiens värde. För aktieägaren-låntagaren överensstämmer inte längre den avdragsgilla kapitalkostnaden med den skattepliktiga kapitalinkomsten, utan en nettokapitalkostnad på 5 % (3,66 + 3 — 1,66) blir avdragsgill. Den härigenom uppkomna skattelindringen utgör alltså 40 % av 5 % eller 2 %. Men denna skattelindring svarar exakt mot den högre räntesats, som låntagaren fick betala för det nominalt beskattade indexlånet i jämförelse med det realt beskattade indexlånet. Räntedifferensen mellan dessa båda lån uppgick ju till 2 % eller två tredjedelar av penningvärdeförsämringen, som i det aktuella exemplet var 3 %. Visserligen får i detta fall indextillägget, som svarar mot en real amortering, avdras utan att den del av aktievärdet som svarar mot en genom penningvärdeförsämringen antagen värdeökning behöver upptas till beskattning, men i och med att beskattningsnormerna är fastlagda på angivet sätt och marknadsprisbildningen har anpassats härtill, torde man inte kunna påstå, att ett felaktigt beskattningsresultat har uppkommit. I detta fall blir realräntan på ett nominalt beskattat indexlån högre än utdelningen på aktien. Denna utdelning svarar mot en realränta, som blir föremål för real beskattning. Med en real kapitalvinstbeskattning av aktier kommer dessa tillgångar att närmast beskattas som realt beskattade indexlån.

Mot bakgrunden av det sist anförda exemplet torde ett nominalt beskattat penninglån inte ge upphov till några speciella problem.

Ovanstående diskussion har baserats på att den skattesats, som är bestämmande för räntesatser och räntedifferenser i penninglånemarknaden och indexlånemarknaden, är densamma som den för prisbildningen på aktiemarknaden avgörande skattesatsen. Om detta antagande överges torde möjligheter föreligga för vissa skattesubjekt att spekulera i aktieköp, som finansieras genom samtidig upplåning. Det måste dock påpekas, att den osäkerhet som är förknippad med aktiemarknadens prisbildning sannolikt åstadkommer, att sådana spekulationer får en begränsad omfattning. Denna fråga sammanhänger inte heller direkt med det här ovan diskuterade huvudproblemet.

Den sammanfattande slutsats som kan dras av det förda resonemanget är att det torde vara möjligt att förena en real realisationsvinstbeskattning av vissa tillgångar av real karaktär med ett samtidigt bibehållande av nominalistisk beskattning av olika låneformer, utan

att ett felaktigt beskattningsresultat uppstår. En real kapitalvinstbeskattning av de nämnda reala tillgångarna har dessutom den fördelen, att tillgångarnas reala karaktär ytterligare framhäves.

B. Överlåtelse av fordringar i form av penninglån och indexlån

I föregående avsnitt behandlades huvudsakligen beskattningen av vissa realtillgångar. Problemen blir något annorlunda vid en kapitalvinstbeskattning av fordringar i form av exempelvis obligationer, förlagslån och liknande tillgångar. Att sådana tillgångar kan ge upphov till kapitalvinster och kapitalförluster sammanhänger främst med de allmänna förändringar av avkastningskraven, som inträffar i samband med diskontoförändringar. Dessutom kan kapitalförluster uppkomma, om låntagarens betalningsförmåga väsentligt nedsätts och risk sålunda föreligger för att hela lånet eller del därav inte skall kunna återbetalas.

Ett villkor som måste ställas på kapitalvinstbeskattningen av sådana lån, vilka principiellt skall kunna inlösas till en fastställd kurs vid en bestämd tidpunkt, är att det inte skall löna sig att före inlösningstillfället försälja lånet och genom realisationsvinstbeskattningen uppnå ett gynnsammare resultat än om lånet blivit inlöst. Om möjligt skall således kapitalinkomstbeskattningen ge samma resultat eller i vart fall inte ett ogynnsammare resultat än som blir fallet vid realisationsvinstbeskattning.

För ett realbeskattat indexlån erhålles uppenbarligen samma resultat vid kapitalinkomstbeskattning som vid realisationsvinstbeskattning. Indextilläggen skall ej beskattas vid kapitalinkomstbeskattningen och vid realisationsvinstbeskattningen uppskrives lånets initialvärde med index, varefter återstående del blir föremål för beskattning som real kapitalvinst.

För en penningobligation, som beskattas enligt en real princip och som har en ständigt ackumulerad ränta, uppnås också samma beskattningsresultat vare sig en realisationsvinstbeskattning eller en kapitalinkomstbeskattning äger rum. Från den samlade räntedelen skall i bägge fallen avdras samma belopp, nämligen det som motsvarar den inträffade indexstegringen. Analogien med ett indexlån är i detta fall klar. För en realbeskattad penningobligation med årligen utbetalade räntor uppstår dock vissa problem. Med det reala betraktelsesättet svarar nämligen delar av dessa räntor mot reala amorteringar. Svårigheten är dock — som tidigare påpekats — att fastställa storleken av de reala amorteringarna.

Problem uppstår också i samband med beskattningen av ett indexlån, för vilket den nominalistiska principen tillämpas vid kapitalinkomstbeskattningen. Om lånet inlöses skall hela indextillägget beskattas som kapitalinkomst, men tillämpas samtidigt en real metod vid realisationsvinstbeskattningen kommer indextillägget att bli skattefritt, eftersom endast den del av försäljningsvärdet som överstiger ett med prisindex uppskrivet inköpsvärde skall beskattas. Beskattningen torde i detta fall lämpligen få anordnas på det sättet, att den del av den totala vinsten, som utgör real vinst, beskattas som realisationsvinst, medan den enbart nominala vinsten (indextillägget) blir föremål för beskattning som kapitalinkomst.

Slutsatsen av resonemangen i detta avsnitt blir således att det föreligger svårigheter att upprätthålla en real princip vid kapitalvinstbeskattningen samtidigt som olika slag av lån vid kapitalinkomstbeskattningen blir nominalistiskt beskattade. Att svårigheterna redu-

cerades vid beskattningen av sådana reala tillgångar som aktier och fastigheter sammanhänger med att dessa tillgångar redan har ett visst realt inslag. Det är således möjligt att begränsa den reala principen för realisationsvinstbeskattning till just sådana tillgångar, som har en utpräglat real karaktär, främst aktier, olika slag av indexlån, för vilka index har en anknytning till allmänna prisförändringar, samt fastigheter och byggnader. Penninglån och indexlån utan ackumulerade indextillägg bör däremot följa nuvarande regler.[1]

Särskild uppmärksamhet måste riktas mot realisationsvinstbeskattningen av vissa fastigheter. Som beskrives i betänkandets bostadspolitiska kapitel har delar av bostadsbeståndet i dag egenskaper, som närmast liknar de nominala tillgångarnas. Detta sammanhänger med prisregleringen och den nominalistiska princip, som gäller för denna. För fastigheter med nominalistisk reglering kan således en real kapitalvinstbeskattning ge samma snedvridande resultat som principens upprätthållande i samband med beskattning av penninglån.

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

I det följande skall pekas på några specialproblem, som kan uppstå vid en real metod för beräkning av kapitalinkomster och kapitalkostnader för några särskilda skattesubjekt: banker, livförsäkringsbolag samt allmännyttiga bostadsföretag m. fl. Beskattningen av en- och tvåfamiljsfastigheter är i sina huvuddrag överensstämmande med beskattningen av de allmännyttiga bostadsföretagen och behandlas därför också i det följande. Avsikten är inte att presentera en mer ingående analys, men det finns skäl att beröra hithörande frågor.

3.1 Banker

I kapitel 9, som handlar om en separat real beskattning av reallån, pekades på en väsentlig svårighet, som uppstod i anknytning till bankernas beskattning. Den stora skatteinducerade räntedifferens, som kan uppstå vid direkta kontrakt mellan slutliga långivare och låntagare, medför mycket kraftiga räntemarginaler för bankerna, som med bibehållande av sina beskattningsregler skulle erhålla avdragsrätt för utgivna indextillägg och beskattas för erhållna indextillägg. Detta leder för bankernas vidkommande till att en samtidig upplåning i indexlån och utlåning i penninglån blir lönande och räntedifferensen mellan indexlån och penninglån minskas under de gränser som vid rådande skattesatser kan anses motiverade av representativa prisförändringsförväntningar. Problemet betraktades som allvarligt och den enda lösningen för ett undvikande av denna effekt var att vid bankernas beskattning utbryta indexlånen och betrakta dessa som anläggningstillgångar, utan avdragsmöjligheter för indexlånens indextillägg.

Dessa effekter skulle i princip undvikas vid en real metod för beräkning av samtliga kapitalinkomster och kapitalutgifter och bankernas indexlån skulle då kunna behandlas som övriga värdepapperstillgångar och skulder utan några snedvridande effekter. Detta sammanhänger med att vid en allmän real beskattning är räntedifferensen

[1] Det bör påpekas, att kapitalvinster på lån är av en principiellt något annan karaktär än exempelvis kapitalvinster på aktier och fastigheter. En realisationsvinstbeskattning, som är helt symmetrisk och som sålunda även medger avdrag för samtliga förluster, kan emellertid för dessa slag av tillgångar motiveras med att beskattningen ger vissa möjligheter till riskutjämning, vilket bör värderas positivt från placerarhåll.

mellan olika låneformer oberoende av skattesatserna. Om normalräntemetoden tillämpas kan dock uppstå räntedifferenser, som även påverkas av skattesatserna. Detta problem är av en väsentligt mindre storleksordning än vid en separat real beskattning av enbart reallån. Vid en användning av de mera differentierade metoder för en »realt riktig» beskattning, som behandlats i början av avsnitt 1.4, undvikes dock denna effekt.

Av den föregående under avsnitt 1.4 intagna framställningen angående tillämpning av normalräntemetoden för bankernas vidkommande framgår att en sammanpressning av differensen mellan in- och utlåningsräntor kan leda till att bruttovinsten i rörelsen efter vederbörliga realavdrag blir så låg, att densamma endast delvis medger utrymme för utnyttjande av berättigade avdrag för förvaltningskostnader m. m. Härigenom skulle alltså bankerna även vid en förhållandevis måttlig inflation inte komma att beskattas för någon del av sin vinst.

För den händelse en mera differentierad eller sålunda en realt riktig metod för realavdragets beräkning tillämpas blir beskattningsresultatet detsamma som vid en nominalistisk metod under förutsättning att utlåningsvolymen är lika stor som inlåningsvolymen. I ett dylikt fall kommer nämligen summa nominala utlåningsräntor att minskas med samma belopp som summa nominala inlåningsräntor, varigenom alltså den kvarstående skillnaden blir densamma som vid nominalistisk beskattning. Om däremot utlåningsvolymen är större än inlåningsvolymen kommer en real metod att leda till ett gynnsammare beskattningsresultat än en nominal metod, medan det motsatta förhållandet inträffar om inlåningsvolymen är större än utlåningsvolymen.

3.2 Livförsäkringsbolag

Gällande rätt

I skattelagstiftningen göres i fråga om livförsäkringar, som tecknats från och med den 1 januari 1951, åtskillnad mellan pensionsförsäkring och kapitalförsäkring. Till pensionsförsäkring hänföres vissa i anvisningarna till 31 § KL närmare angivna försäkringsformer. Enligt samma anvisningar förstås med kapitalförsäkring annan livförsäkring än pensionsförsäkring. I princip torde skillnaden mellan pensionsförsäkring och kapitalförsäkring kunna anses ligga däri, att en pensionsförsäkring innebär ett åtagande av försäkringsgivaren att fullgöra periodiskt återkommande utbetalningar, vilka varje gång är beroende av försäkringstagarens eller annan persons liv, medan däremot en kapitalförsäkring medför en förpliktelse för försäkringsgivaren att vid försäkringstagarens död eller sedan denne uppnått viss ålder fullgöra en engångsutbetalning av ett fastställt kapitalbelopp eller genom att utbetala detta belopp medelst årliga annuiteter.

Beskattningen av livförsäkringar grundar sig på två huvudprinciper, nämligen att all inkomst skall beskattas och att dubbelbeskattning inte får äga rum. Principen att all inkomst skall beskattas har i skattelagstiftningen tagit sig uttryck däri, att inte endast de medel som nedlägges i livförsäkringar utan även avkastningen på dessa medel vid någon tidpunkt skall bli föremål för beskattning. Denna beskattning äger rum antingen vid premieinbetalningen eller under försäkringens löptid eller då försäkringsbeloppet utbetalas. Principen att dubbelbeskattning inte får äga rum innebär att utfallande försäkringsbelopp inte skall beskattas hos försäkringstagaren, om beskattning tidigare skett, medan å andra sidan utfallande försäk-

ringsbelopp skall beskattas hos försäkringstagaren, om beskattning tidigare inte verkställts.

För kapitalförsäkringar gäller i berörda avseenden följande. Premierna för en kapitalförsäkring är inte avdragsgilla vid inkomstbeskattningen. (Här bortses från det maximerade avdrag för försäkringspremier som i form av allmänt avdrag medges enligt 46 § 2 mom. KL. Denna avdragsrätt har införts av sociala skäl.) Genom att försäkringstagaren inte medges avdrag för ifrågavarande premier blir han i samband med premiens erläggande beskattad för den del av inkomsten varmed premien betalas. I fråga om avkastningen på inbetalda premier beskattas denna avkastning hos försäkringsgivaren. Eftersom det utfallande försäkringsbeloppet sålunda redan blivit beskattat dels hos försäkringstagaren och dels hos försäkringsgivaren, skall detta belopp inte på nytt bli föremål för beskattning då detsamma förfaller till betalning.

I fråga om pensionsförsäkringar är däremot beskattningsförfarandet ett annat. För dessa försäkringar gäller att premierna är avdragsgilla hos försäkringstagaren samt att försäkringsgivaren inte beskattas för avkastningen på desamma. Härav följer då att försäkringstagaren enligt tidigare angivna principer skall beskattas för utfallande försäkringsbelopp i dess helhet.

Enligt vad tidigare sagts skall avkastning som belöper på kapitalförsäkringar beskattas hos försäkringsgivaren, medan avkastning som belöper på pensionsförsäkringar skall beskattas hos försäkringstagaren. Denna princip har, såvitt gäller försäkringsgivarens beskattning, kommit till uttryck i 30 § KL vari bland annat stadgas följande: »Såsom nettointäkt av livförsäkringsrörelse, som drivits av inländsk försäkringsanstalt, skall, på sätt i anvisningarna närmare angives, anses dels den del av nettointäkten av kapital- och fastighetsförvaltning, som belöper på direkt meddelade eller i återförsäkring åt annan inländsk försäkringsanstalt meddelade kapitalförsäkringar, dels ock nettointäkt av utländsk återförsäkringsrörelse.» Om ett livförsäkringsbolag bedriver såväl kapitalförsäkrings- som pensionsförsäkringsrörelse måste sålunda en uppdelning äga rum av intäkter och avdrag för att den skattepliktiga nettointäkten av rörelsen skall framkomma. Denna fördelning skall ske »på skäligt sätt». Då i fortsättningen talas om »bruttointäkt», »intäkt», »avdrag» etc. avses endast den del härav som belöper på kapitalförsäkringar.

Livförsäkringsbolagens tillgångar utgöres huvudsakligen av banktillgodohavanden, värdehandlingar i form av obligationer, förlagsbevis, inteckningslån, kommunlån, aktier etc. samt fastigheter. Dessa tillgångar likställes med varulager med undantag för sådana fastigheter som i egenskap av kontorsfastigheter användes för stadigvarande bruk i rörelsen. Värdet å lager av nu avsedda tillgångar skall enligt anvisningarna till 41 § KL vid inkomstbeskattningen upptagas till vad som med hänsyn till risk för förlust, prisfall m. m. framstår såsom skäligt. Dessa värderingsregler är alltså mer restriktiva än de regler som eljest gäller för värdering av varulager. Till ledning för taxeringsmyndigheterna har riksskattenämnden utfärdat anvisningar angående värdesättningen av försäkringsföretagens lager av fastigheter, aktier, obligationer, lånefordringar m. m. vid inkomsttaxeringen. (Riksskattenämndens meddelanden nr 1/1959 punkt 3.)

I sina huvuddrag är beskattningen av inländsk livförsäkringsrörelse i den mån rörelsen avser kapitalförsäkring anordnad på följande sätt. Det är netto-

intäkten av försäkringsbolagets kapital- och fastighetsförvaltning i den mån den belöper på ifrågavarande slag av försäkringar som skall beskattas. Till en början måste därför bruttointäkten fastställas. Som bruttointäkt redovisas därvid intäkt av kapital- och fastighetsförvaltning. I bruttointäkten ingår sålunda all avkastning av tillgångarna eller sålunda räntor, utdelningar och fastighetsintäkter. Då varulagertillgång avyttras skall vid försäljningen uppkommen vinst inräknas i bruttointäkten. Så skall ske jämväl i fråga om belopp varmed dylik tillgång uppskrives i räkenskaperna. I bruttointäkten inräknas jämväl hyresvärdet av fastighet som använts i rörelsen. Från bruttointäkten avräknas gäldränta, omkostnader för fastighetsförvaltningen, förlust vid avyttring av lagertillgångar samt belopp varmed värdet av dylika tillgångar nedskrives i räkenskaperna. Slutligen medges avdrag dels med ett belopp som motsvarar 5 % av vad som återstår av bruttointäkten sedan tidigare angivna avdrag blivit gjorda och dels med 5 kr för varje direkt tecknad kapitalförsäkring. För försäkringsanstalter som driver livförsäkringsrörelse är även den statliga inkomstskatten proportionell och utgår med 10 % av den beskattningsbara inkomsten.

Real beskattning

Av ovanstående framgår att livförsäkringsbolagen i förvärvskällan rörelse bland annat beskattas för nominala inkomsträntor och medges avdrag för nominala utgiftsräntor. För att dessa räntor skall kunna bli föremål för real beskattning bör i enlighet med vad tidigare anförts den del av räntan, som vid fallande penningvärde motsvarar kapitalets värdeminskning, i princip vara fritagen från beskattning resp. utgöra icke avdragsgill kostnad. På sätt tidigare angivits kommer då olika procenttal att få tillämpas för att kunna beräkna realavdraget för fordringar och skulder med skilda räntesatser. En dylik metod torde på skäl som tidigare anförts inte heller för försäkringsbolagens del kunna tillämpas utan att betydande praktiska svårigheter uppkommer. Man skulle då bli nödsakad att tillämpa någon schablonmetod för beräkning av realavdraget. Om en normalräntemetod därvid kommer till användning och denna bygger på en normalränta, som motsvarar medeltalet av de genomsnittliga in- och utlåningsräntorna, kommer försäkringsbolagen att få en mycket gynnsam beskattning, om avkastningen på placerade medel utgår efter en räntesats som överstiger normalräntan, medan det motsatta förhållandet inträffar, om avkastningen utgår efter en räntesats som understiger normalräntan. Eftersom det i förevarande avseende är fråga om mycket stora belopp kan även en obetydlig avvikelse från normalräntan i beskattningshänseende få vittgående konsekvenser. Såsom tidigare i olika sammanhang framhållits kommer emellertid en sammanpressning av räntesatserna även här att medföra ett beskattningsresultat, som minskar differensen mellan den skattepliktiga intäkten enligt en realt riktig metod och enligt normalräntemetoden. Även denna differens kan emellertid i kronor räknat bli betydande, vilket framgår av nedan återgivna exempel.

Antag att ett försäkringsbolag redovisar inkomsträntor till ett belopp av 10 milj. kr och att detta belopp motsvarar 5 % medelränta på placerade medel. Det förutsättes vidare att normalräntan är 4 % och att prisstegringen uppgår till 2 %. Med tillämpning av en realt riktig metod blir den skattepliktiga intäkten 6 milj. kr. Enligt normalräntemetoden kommer den skattepliktiga intäkten att

nedgå till 5 milj. kr. Här föreligger alltså en differens på 1 milj. kr. Det antas nu ytterligare att den hittillsvarande räntesatsen 5 % närmar sig normalräntan och fastställes till 4,5 %. I ett dylikt fall kommer inkomsträntorna att utgöra 9 milj. kr. Om realavdrag medges med belopp motsvarande prisstegringen kommer detta avdrag att uppgå till ca 44 % av intäkten eller ca 4 milj. kr. Som skattepliktig intäkt kvarstår då ett belopp av ca 5 milj. kr. Med tillämpning av normalräntemetoden blir däremot realavdraget 4,5 milj. kr och den skattepliktiga intäkten likaledes 4,5 milj. kr. En så kraftig differens som ca ½ milj. kr kommer alltså att kvarstå, oaktat den senast tillämpade räntesatsen överstiger normalräntan med endast 0,5 procentenheter. Häremot kan visserligen invändas, att den uträknade differensen kommer att minska till följd av att bolaget har utgiftsräntor, som sannolikt beräknas efter en högre räntesats än normalräntan. Eftersom utgiftsräntorna torde vara förhållandevis obetydliga i jämförelse med inkomsträntorna synes emellertid berörda förhållande endast i mindre grad komma att påverka beskattningsresultatet.

Till ytterligare belysning av frågan om en real beskattning av försäkringsbolagen må nämnas att denna fråga upptagits till behandling i de likalydande motionerna nr I: 327 och nr II: 418 till 1958 års riksdag. Motionärerna har därvid funnit det vara angeläget med en skyndsam utredning beträffande sådana ändringar av lagstiftningen som kunde erfordras för att möjliggöra värdesäkring av livförsäkringssparande och annat långsiktigt sparande. I motionerna har bland annat yrkats att riksdagen vid behandling av proposition nr 55 (angående en allmän pensionsreform) måtte »i skrivelse till Kungl. Maj:t hemställa om en skyndsam översyn av gällande bestämmelser i aktiebolagslagen m. m., lagen om försäkringsrörelse och kommunalskattelagen i syfte att avlägsna de hinder, som kan föreligga för användandet av värdefasta skuldebrev och försäkringsavtal med utfästelse om värdebeständighet, samt att undanröja inkomstbeskattning av sådan kapitalavkastning, som motsvarar inflationsförlust och således i realiteten endast är fiktiv». I sist berörda avseende har motionärerna framlagt förslag till lag angående ändring i kommunalskattelagen i syfte att ge livförsäkringsbolagen avdragsrätt för fiktiva inflationsvinster. I denna del har som motivering anförts följande.

Principiellt borde vid inkomsttaxeringen avdragsrätt föreligga för den värdeminskning som ett nominalkapital undergår vid penningvärdeförsämring. Det är en orimlighet att, såsom nu sker, stat och kommun kräver inkomstskatt för en ränteavkastning som helt eller till större delen är fiktiv. Frågan om en generell ändring av skattelagstiftningen på denna punkt bör utan dröjsmål utredas.

När det speciellt gäller livförsäkringsanstalter bör det observeras, att inkomstbeskattningen är utformad som en bruttobeskattning och inte som en överskottsbeskattning. Närmare bestämt utgör en livförsäkringsanstalts skattepliktiga intäkt den del av nettoavkastningen av kapital- och fastighetsförvaltning som belöper på kapitalförsäkring (med vissa avdrag). Detta innebär att en värdebeständig placering av fonderna skulle kunna möjliggöra värdebeständiga förmåner i fråga om pensionsförsäkringar men icke i fråga om kapitalförsäkringar. Livförsäkringsanstalterna får ju för kapitalförsäkringar betala skatt för all ränteinkomst och för alla realiserade värdestegringar, räknat i nominalkronor. Skatt på de fiktiva nominella inkomsterna vid en penningvärdeförsämring utkräves alltså både om fondmedlen placeras i realvärden och om de placeras i nominalfordringar, där räntesättningen är sådan att kompensation erhålles för penningvärdeförsämringen.

Den ovan angivna principen kan uppenbarligen utan någon mera ingående utred-

ning genomföras i fråga om beskattningen av livförsäkringsanstalter. Skattereglerna för livförsäkringsanstalter är utformade efter sådana schablonregler, att avdragsrätten på grund av penningvärdeförsämring utan olägenhet kan anknytas till exempelvis konsumentprisindex.

Den här föreslagna ändringen av beskattningsreglerna för livförsäkringsanstalter skulle medföra att förutsättningarna att göra försäkringsförmånerna värdebeständiga blir desamma för kapitalförsäkringar som för pensionsförsäkringar.

Med hänvisning till det anförda har yrkats att i anvisningarna till 30 § punkt 3 sjätte stycket kommunalskattelagen skulle intas en bestämmelse om att från bruttointäkten finge avräknas jämväl »så stor del av medelvärdet av anstaltens försäkringstekniska fonder (försäkringsfond, säkerhetsfond, utjämningsfond, återbäringsfond och regleringsfond) vid årets början och slut, som svarar mot förhållandet mellan ökningen av konsumentprisindex under året och medelvärdet av konsumentprisindex vid årets början och slut».

Det sålunda föreslagna avdraget synes i princip vara ganska likartat med det realavdrag enligt kapitalmetoden, som enligt den föregående framställningen skall beräknas på grundval av kapitalets genomsnittliga storlek under beskattningsåret. På tidigare angivna skäl har införandet av ett på dylikt sätt bestämt realavdrag ansetts böra avvisas.

För pensionsförsäkringar gäller att de nuvarande nominalistiska beskattningsreglerna ger i huvudsak samma resultat som om man tillämpar en real metod vid beskattningen. Premierna för en pensionsförsäkring är avdragsgilla för försäkringstagaren och utfallande belopp beskattas i sin helhet hos denne. Dessa belopp motsvaras i princip av erlagda premier jämte härå upplupen avkastning. Premiebeloppen återföres alltså till beskattning. Om man anlägger ett realt betraktelsesätt bör erlagda premier vid återföringen omvandlas i det penningvärde som gäller vid utbetalningstillfället. Då försäkringen utfaller skall alltså ett realt oförändrat värde av premierna samt den reala avkastningen härå beskattas som inkomst. Summan av de indexreglerade premierna jämte den *reala* avkastningen härå kommer att motsvara det belopp, som enligt gällande regler beskattas vid den tidpunkt då försäkringen utfaller.

Hela det utbetalade pensionsbeloppet skall således beskattas och ingen omräkning behöver ske med hänsyn till penningvärdeförändringar. Om pensionspremierna inte hade varit avdragsgilla skulle dock en real och en nominal princip ha givit skilda skatteresultat och en omräkning av erlagda premier med hänsyn till penningvärdets förändringar hade blivit nödvändig. Visserligen beskattas »indextillägget» med nuvarande metod hos pensionstagaren-långivaren samtidigt som det inte är avdragsgillt hos låntagaren men denna »dubbelbeskattning» är blott skenbar. Att indextillägget beskattas hos pensionstagaren-långivaren sammanhänger med att detta tillägg motsvarar en tidigare icke beskattad (realt bestämd) inkomst. Ett genomgående realt betraktelsesätt torde sålunda inte behöva leda till några genomgripande förändringar vid beskattningen av pensionsförsäkringar.

3.3 Allmännyttiga bostadsföretag m. fl.

För allmännyttiga bostadsföretag, bostadsföreningar och bostadsaktiebolag samt ägare av en- och tvåfamiljsfastigheter gäller i hög grad schablonartade regler för beräkning av inkomsten av annan fastighet. Dessa regler innebär i sina huvuddrag följande. Som intäkt redovisas viss procent av fastighetens taxeringsvärde. Avdrag får endast åtnjutas för gäldränta samt för tomträtts-

avgäld eller liknande avgäld. Fysisk person och oskift dödsbo erhåller dessutom under vissa förutsättningar extra avdrag med för helt år räknat 200 kr, dock högst med det belopp som skall redovisas som intäkt. För ägare av en- och tvåfamiljsfastigheter utgör intäkten för helt år räknat 2½ % av taxeringsvärdet. Denna intäkt torde få anses motsvara en försiktigt beräknad nominal ränta på det i fastigheten nedlagda egna kapitalet. För övriga av ifrågavarande regler berörda skattesubjekt beräknas intäkten till 3 % av taxeringsvärdet, likaledes räknat för helt år. Särskilda undantagsbestämmelser gäller exempelvis för det fall att fastighet användes i förvärvskällan rörelse eller om densamma genom uthyrning till sommargäster eller genom utnyttjande för trädgårdsodling, som upplagsplats e. dyl. inbringar en inte alltför obetydlig inkomst.

En övergång till real metod för beräkning av den avdragsgilla ränteutgiften kommer vid fallande penningvärde att medföra att ifrågavarande skattesubjekt, vid i övrigt oförändrad inkomstnivå, kommer att påföras högre taxering än tidigare. Med hänsyn härtill kommer en dylik övergång att aktualisera frågan, huruvida och i så fall på vad sätt berörda fastighetsägare skall kompenseras för den ökade skattebelastningen. Närmast till hands torde härvid ligga att justera de procentsatser enligt vilka fastighetsintäkten beräknas.

4. Real metod för beräkning av skattemässiga avskrivningar på maskiner

4.1 Motivering för en real avskrivningsmetod

I det följande kommer att diskuteras möjligheterna att i fråga om maskiner och byggnader införa ett system med indexreglerat avskrivningsunderlag. Därvid behandlas i detta avsnitt frågan om avskrivning på maskiner och under avsnitt 5 frågan om avskrivning på byggnader.

Enligt gällande rätt utgör den faktiska (historiska) anskaffningskostnaden det underlag, varå beräknas avdrag för värdeminskning å maskiner och andra för stadigvarande bruk avsedda inventarier. Någon upp- eller nedräkning vid höjd resp. sänkt återanskaffningskostnad ifrågakommer alltså inte.

Såväl av inledningen till denna bilaga som av själva betänkandet (se kap. 7.2.5 och kap. 9.5) framgår, att den nominalistiska princip, som enligt gällande rätt ligger till grund för beräkningen av skattemässiga avskrivningar, inte går att förena med en real beskattning av indexlån. Ett bibehållande av ett nominalistiskt avskrivningssystem leder nämligen till att låntagare ur risksynpunkt finner realt beskattade indexlån oförmånliga i jämförelse med nominalt beskattade penninglån, eftersom osäkerhet uppstår angående kapitalskuldens storlek och motsvarande avskrivningsunderlag. I den mån man för samtliga låneformer och sålunda även för penninglån tillämpar en real beskattningsprincip kommer denna osäkerhet att ytterligare vidgas. Om man därför önskar införa en real beskattningsprincip för samtliga låneformer och därmed skapa gynnsamma förutsättningar för uppkomsten av en omfattande indexlånemarknad även på låntagarsidan bör denna princip kombineras med en real avskrivningsmetod.

Av vad som tidigare uttalats i denna fråga framgår jämväl att 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 tidigare berörda *indexvärdemetoden*. Denna me-

tod innebär att avskrivningsunderlaget följer de förändringar i prisnivån, som kan avläsas medelst en allmän prisnivåindex (konsumtionsprisindex) eller alltså samma index som ligger till grund för ett realt skattesystem.

I den följande framställningen förutsättes att gällande skattemässiga avskrivningsregler i görligaste mån bibehålles oförändrade utom beträffande reglerna för själva avskrivningsunderlagets fastställande. Detta kommer på sätt framgår av det följande att omvandlas till nuvärde med hjälp av index, varefter värdeminskningsavdragen beräknas på det vid varje avskrivningstillfälle aktuella nuvärdet. Eftersom det i gällande skattelagstiftning finns två olika avskrivningssystem, *planenlig avskrivning* och *räkenskapsenlig avskrivning*, kommer de båda systemen att behandlas var för sig.

Om inkomst av jordbruksfastighet beräknas enligt bokföringsmässiga grunder äger bestämmelserna om avdrag för värdeminskning av inventarier i förvärvskällan rörelse motsvarande tillämpning beträffande sådant avdrag i förvärvskällan jordbruksfastighet. Den efterföljande framställningen avser därför även sistnämnda förvärvskälla.

4.2 Planenlig avskrivning enligt indexvärdemetoden

Indexreglerad avskrivning enligt värdeminskningsplan

Enligt gällande rätt innebär den planenliga avskrivningen i princip att en tillgångs anskaffningsvärde avskrives med lika stora belopp för varje år av tillgångens beräknade varaktighetstid. Såsom framgår av benämningen skall avskrivningen ske enligt avskrivningsplan. Denna plan upprättas så, att anskaffningsvärdet fördelas med lika belopp på det antal år tillgången beräknas vara i bruk. Vanligen brukar man förfara på det sättet, att i huvudsak likartade tillgångar med lika lång beräknad förslitningstid sammanföres på en och samma plan.

Även med tillämpning av indexvärdemetoden torde det vara lämpligt att på en och samma plan sammanföra tillgångar med lika lång varaktighetstid, eftersom avskrivningarna för samtliga de å planen upptagna tillgångarna då kan framräknas efter samma procentsats. Däremot ligger det i sakens natur, att en viss tillgång i kronor räknat inte kan avskrivas med lika stora belopp för varje år av varaktighetstiden utan avskrivningsbeloppen kommer att variera med hänsyn till indextalens och därmed också avskrivningsunderlagets växlingar. Mätta i reala termer kommer däremot avskrivningsbeloppen att under hela avskrivningsperioden vara lika stora.

Om en maskin med en varaktighetstid av fem år anskaffas år 1 för 10 000 kr och prisstegringen i förhållande till närmast föregående års prisnivå under hela perioden är 3 % kommer avskrivningsunderlaget och värdeminskningsavdraget för varje år att uppgå till belopp som framgår av nedanstående sammanställning. I sammanställningen har jämväl angivits — i procent och i kronor — summa värdeminskningsavdrag till och med resp. beskattningsår samt det vid varje års utgång oavskrivna restvärdet. Det förutsättes — liksom i den efterföljande framställningen — att någon upp- eller nedräkning av avskrivningsunderlaget inte äger rum för anskaffningsåret. Avskrivningsunderlaget för detta år kommer sålunda att motsvara anskaffningskostnaden.

Av sammanställningen framgår bland annat följande. Om man exempelvis vid utgången av år 4 vill konstatera den

Avskrivnings-		Planenliga vm-avdrag efter 20 %	Summa vm-avdrag t.o.m. resp. besk.år		Restvärde	
år	underlag		i %	i kr	i %	i kr (kol. 2—kol. 5)
kol. 1	kol. 2	kol. 3	kol. 4	kol. 5	kol. 6	kol. 7
1	10 000	2 000	20	2 000	80	8 000
2	10 300	2 060	40	4 120	60	6 180
3	10 609	2 122	60	6 365	40	4 244
4	10 927	2 185	80	8 742	20	2 185
5	11 255	2 251	100	11 255	0	0
	S:a	10 618				

reala storleken av medgivna värdeminskningsavdrag och därefter kvarstående restvärde får man förfara på följande sätt. Avskrivningsunderlaget år 4 är 10 927 kr. Mätt i reala enheter har därå vid årets utgång avskrivits sammanlagt 80 % eller 8 742 kr. Restvärdet vid utgången av år 4 blir alltså 10 927—8 742=2 185 kr, vilket belopp motsvarar 20 % av 10 927 kr. Däremot kan man inte — såsom för närvarande sker — företa en motsvarande räkneoperation genom att summera de hittills åtnjutna värdeminskningsavdragen och därefter minska det senast framräknade avskrivningsunderlaget med denna summa för att på så sätt utröna hur stort restvärdet är. Om man förfar på detta sätt kommer vid avskrivningsperiodens utgång alltid att kvarstå ett restvärde i kronor räknat. I exemplet ovan skulle detta restvärde vid utgången av år 5 ha uppgått till 637 kr. Att en dylik räkneoperation inte kan ge ett riktigt resultat beror på att penningvärdet inte är fast, utan att detsamma enligt de angivna förutsättningarna varje år sjunker.

Värdeminskningsavdraget för varje år måste givetvis anges i kronor för att sedermera kunna upptagas som en avdragspost på rörelsebilagan. Däremot torde det vid inkomstbeskattningen knappast vara av något intresse att i kronor räknat konstatera summan av medgivna värdeminskningsavdrag och storleken av därefter kvarstående restvärde på sätt här ovan angivits. Tillgångarnas avskrivna och oavskrivna värde torde i stället få kontrolleras med hjälp av procenttal i enlighet med ovanstående uppställning. Det är givetvis av synnerlig vikt att procenttalen blir riktiga, så att inte summa värdeminskningsavdrag blir för hög eller för låg. Enligt en dylik »procenttalsmetod» kan man vid utgången av varje beskattningsår konstatera, hur stor del av avskrivningsunderlaget som avskrivits och hur stor del som kvarstår oavskrivet.

Avyttring av inventarier

Om en tillgång *avyttras* skall enligt gällande bestämmelser hela det belopp som erhålles vid avyttringen upptagas som intäkt av rörelse, medan avdrag får ske för vad som i beskattningsavseende kvarstår oavskrivet av tillgångens anskaffningsvärde.

Antag att en maskin inköpes år 1 för 10 000 kr, att densamma säljes år 5 för 3 000 kr samt att det taxeringsmässiga restvärdet vid försäljningstillfället är 2 000 kr, eftersom värdeminskningsavdrag vid tidigare års taxeringar medgivits efter 20 % per år med sammanlagt 8 000 kr. Såsom intäkt redovisas då 3 000 kr och såsom avdrag 2 000 kr, var-

igenom en skattepliktig vinst å 1 000 kr uppkommer.

Om motsvarande beräkning skulle tillämpas vid en indexreglerad avskrivningsmetod torde intäkt, avdrag och vinst i stället böra beräknas på följande sätt under antagande att prisstegringen liksom i de föregående exemplen är 3 % för varje år och att maskinen avskrives med 20 % per år. Såsom intäkt redovisas fortfarande 3 000 kr. Av den här ovan intagna sammanställningen framgår att avskrivningsunderlaget vid försäljningstillfället år 5 utgör 11 255 kr. Maskinen har tidigare avskrivits med sammanlagt 80 %. Förut vid taxeringen åtnjutna värdeminskningsavdrag uppgår följaktligen till 80 % av 11 255 kr eller till 9 004 kr. Det i taxeringshänseende oavskrivna värdet är sålunda 11 255—9 004 = 2 251 kr. Enligt vad tidigare sagts har maskinen sålts för 3 000 kr. Den skattepliktiga vinsten blir följaktligen 3 000—2 251 = 749 kr eller 251 kr lägre än med tillämpning av nuvarande regler. Man kan också förenkla räkneoperationen på så sätt att man endast konstaterar, att maskinen avskrivits med 80 % och att följaktligen 20 % återstår att avskriva i samband med avyttring eller utrangering. Eftersom det vid avyttrings- eller utrangeringstillfället gällande avskrivningsunderlaget är 11 255 kr skall alltså 20 % därav eller 2 251 kr medges som avdrag.

Om samma maskin under i övrigt enahanda förutsättningar avyttras för 2 000 kr kommer enligt gällande bestämmelser såväl intäkten som avdraget att utgöra 2 000 kr. Försäljningen kommer sålunda inte att medföra vare sig vinst eller förlust. Om indexvärdemetoden i stället tillämpas skall som intäkt upptagas 2 000 kr och som avdrag 2 251 kr. En skattemässig förlust å 251 kr uppkommer sålunda.

Beräkning av kvarstående avskrivningsunderlag

Vid utrangering eller avyttring skall enligt gällande bestämmelser anskaffningsvärdet för den utrangerade eller avyttrade tillgången frånräknas totala anskaffningsvärdet för de under ett och samma år anskaffade tillgångarna, varefter värdeminskningsavdrag i fortsättningen beräknas på det *kvarstående anskaffningsvärdet.*

Antag att anskaffningsvärdet för samtliga år 2 inköpta maskiner är 20 000 kr, att maskinerna avskrives med 20 % per år under tiden år 2—år 6 samt att en i detta inventariebestånd ingående maskin, som anskaffats för 2 000 kr, utrangeras eller avyttras år 5. För åren 2—4 utgör avskrivningsunderlaget enligt nuvarande regler 20 000 kr, varå 20 % eller 4 000 kr avskrives för varje år. För åren 5 och 6 kommer det kvarstående avskrivningsunderlaget att utgöra 20 000—2 000 = 18 000 kr, varå för varje år avskrives 20 % eller 3 600 kr. För år 5 medges dessutom avdrag med 800 kr, motsvarande det oavskrivna värdet för den utrangerade eller avyttrade maskinen. Räknat i procent av det ursprungliga anskaffningsvärdet blir avskrivningarna för varje år följande: år 2 20 %, år 3 20 %, år 4 20 %, år 5 22 % och år 6 18 %. Restvärdet vid utgången av varje år blir alltså resp. 80 %, 60 %, 40 %, 18 % och 0 % av det ursprungliga anskaffningsvärdet. Man kan också förfara på det sättet, att man konstaterar hur stor del av anskaffningsvärdet resp. — om utrangering eller avyttring förekommit — det kvarstående anskaffningsvärdet som vid utgången av varje år återstår oavskrivet och på detta sätt utövar kontroll av att de samlade avskrivningarna blir riktiga. Nedanstående sammanställning har upprättats enligt den sistnämnda metoden.

Beskattningsår	Anskaffn. värde	Avgår anskaff.värde för utrangerade eller avyttrade tillgångar	Kvarstående anskaffn. värde	Restvärde vid besk.årets utgång i % av kvarstående anskaffn. värde
2 (anskaffn.år)	20 000	—	20 000	80
3	20 000	—	20 000	60
4	20 000	—	20 000	40
5	20 000	2 000	18 000	20
6	20 000	2 000	18 000	0

En motsvarande uppställning med tillämpning av indexvärdemetoden skulle få följande utseende, därvid fortfarande antas att prisstegringen är 3 % per år.

Beskattningsår	Avskrivn. underlag	Avgår avskrivn.underlag för utrangerade eller avyttrade tillgångar	Kvarståendet avskrivn. underlag	Restvärde vid besk.årets utgång i % av kvarstående avskrivn. underlag
2 (anskaffn.år)	20 000	—	20 000	80
3	20 600	—	20 600	60
4	21 218	—	21 218	40
5	21 854	2 185	19 669	20
6	22 510	2 251	20 259	0

Av sammanställningen framgår att det uppräknade avskrivningsunderlaget för åren 5 och 6 minskats med 2 185 kr resp. 2 251 kr, utgörande för vederbörande år det indexreglerade anskaffningsvärdet för den år 2 för 2 000 kr inköpta och år 5 avyttrade maskinen. Kvarstående avskrivningsunderlag för åren 5 och 6 blir då 19 669 kr resp. 20 259 kr. Värdeminskningsavdragen för resp. år blir följande.

år 2 20 % av 20 000 =	4 000
» 3 20 % » 20 600 =	4 120
» 4 20 % » 21 218 =	4 243
» 5 20 % » 19 669 =	3 934
» 5 oavskrivet värde av utrangerad eller försåld maskin = 40 % av 2 185 =	874
» 6 20 % av 20 259 =	4 052
Summa avdrag	21 223

De i ovanstående sammanställningar intagna siffrorna torde åtminstone i någon mån belysa verkningarna vid en indexvärdemetod av utrangeringar och avyttringar. I princip skall alltså från det indexreglerade ursprungliga avskrivningsunderlaget avräknas ett likaledes indexreglerat anskaffningsvärde för avgångna inventarier för att man på så sätt skall få fram det kvarstående avskrivningsunderlag, varå värdeminskningsavdrag framdeles skall beräknas. För senare år än det, varunder utrangering eller avyttring ägt rum, är det emellertid inte nödvändigt att från det indexreglerade ursprungliga avskrivningsunderlaget avräkna det indexreglerade värdet för tidigare avgångna inventarier. Det bör sålunda vara betydligt enklare att uppskriva det kvarstående avskrivningsunderlaget från föregående år med den procentuella prisstegring som inträtt. Med utgångspunkt från tidigare intagen sammanställning erhålles sålunda det kvarstående-

de avskrivningsunderlaget för år 6 enklast genom att uppskriva motsvarande avskrivningsunderlag för år 5 med 3 %. Även på detta sätt blir det kvarstående avskrivningsunderlaget 20 259 kr för år 6.

Avvikelser från värdeminskningsplanen

Hittills har antagits att värdeminskningsavdragen inom planen helt kunnat utnyttjas vid taxeringen. Emellertid finns enligt gällande bestämmelser möjlighet att *uppskjuta värdeminskningsavdrag* enligt planen till senare år. Så kan ske i följande fall.

1) Med hänsyn till rörelsens resultat är den bokförda avskrivningen för visst år mindre än värdeminskningsavdraget enligt planen. Skillnadsbeloppet får då — utöver det »normala» avdraget enligt planen — tillgodonjutas för ett senare år under förutsättning att motsvarande avskrivning då skett i räkenskaperna (»jämkat avdrag»).

2) Rörelsen har för visst år utvisat förlust eller alltför ringa överskott, varför det planenliga värdeminskningsavdraget inte kunnat utnyttjas vid taxeringen. Resterande avdrag får då tillgodonjutas för senare år antingen genom utsträckning i erforderlig mån av planen efter den antagna varaktighetstidens slut eller, enligt beslut av taxeringsnämnd eller prövningsnämnd, dessförinnan genom särskilt avdrag utöver det planenliga (»förskjutet avdrag»).

Om dessa bestämmelser skall tillämpas vid en indexreglerad avskrivningsmetod och om även jämkade eller förskjutna avdrag skall indexregleras med hänsyn till de förändringar i penningvärdet som inträffat under mellantiden, skulle en dylik indexreglering genomföras på följande sätt.

Det antas att det planenliga värdeminskningsavdraget för år 1 är 20 000 kr samt att avdraget inte utnyttjas till mer än hälften eller sålunda med 10 000 kr. Resterande 10 000 kr äger sålunda den skattskyldige i framtiden åtnjuta. Om det antas att det resterande avdraget utnyttjas år 5 kommer avdrag då att medges med 11 255 kr, om index varje år stigit med 3 %. En jämkning av värdeminskningsavdraget för år 1 kommer sålunda i detta fall att medföra, att den skattskyldige i kronor räknat under avskrivningsperioden erhåller värdeminskningsavdrag med ett sammanlagt belopp, som med 1 255 kr överstiger vad han skulle ha erhållit i värdeminskningsavdrag, om det planenliga avdraget för år 1 blivit helt utnyttjat för samma år.

Enligt gällande bestämmelser kan jämkning av värdeminskningsavdrag äga rum endast under förutsättning att den skattskyldige företer utredning om hur mycket som i kronor räknat kvarstår i beskattningsavseende oavskrivet av anskaffningsvärdet. Av de nuvarande avskrivningsplanerna kan utan svårighet utläsas hur stort restvärdet är. Om emellertid en indexvärdemetod användes kan den skattskyldige inte förebringa någon utredning i berörda avseende, eftersom såväl avskrivningsunderlaget som avskrivningarna och restvärdena fortlöpande ändras som följd av förändringarna i penningvärdet. Däremot kan genom procenttal markeras huru stor del av avskrivningsunderlaget som vid varje beskattningsårs utgång kvarstår oavskrivet.

Antag att maskiner inköpes år 1 för 10 000 kr, att desamma planenligt skall avskrivas med 20 % per år, att det planenliga avdraget för år 1 å 2 000 kr endast utnyttjas med 1 000 kr, att resterande avdrag utnyttjas år 5 samt att indexstegringen är 3 % per år. En värdeminskningsplan för hela femårsperioden torde då få följande utseende.

Beskattn.år	Avskrivn. underlag	Värdeminskningsavdrag enligt plan år 1	år 2	år 3	år 4	år 5
1	10 000	2 000				
2	10 300		2 060			
3	10 609			2 122		
4	10 927				2 185	
5	11 255					2 251
Utnyttjat avdrag inom planen		1 000	2 060	2 122	2 185	2 251
Icke utnyttjat avdrag		1 000				
Extra avdrag svarande mot tidigare icke åtnjutna avdrag						1 125
Avdrag vid taxeringen		1 000	2 060	2 122	2 185	3 376
Vid resp. beskattningsårs utgång kvarstående restvärde i procent av gällande avskrivningsunderlag		90 %	70 %	50 %	30 %	0 %

Man kan emellertid ifrågasätta, om man vid tillämpning av indexvärdemetoden överhuvudtaget bör tillåta jämkning eller förskjutning av värdeminskningsavdrag. Beträffande jämkningsförfarandet skall jämkning enligt gällande bestämmelser ske i överensstämmelse med räkenskaperna. Vid tillämpning av indexvärdemetoden går emellertid detta samband förlorat, såvida inte ändring sker av gällande regler för bokföringsmässig värdering av anläggningstillgångar. En dylik ändring skulle innebära att anläggningstillgångar finge uppskrivas, vilket emellertid kommer att medföra ett alltför genomgripande avsteg från hävdvunna balansvärderingsprinciper. I fråga om rätten att framdeles åtnjuta ett förskjutet avdrag torde denna rätt delvis ha förlorat i betydelse efter tillkomsten av förordningen om rätt till förlustutjämning vid taxering för inkomst. Det bör emellertid erinras om att rätten till förlustavdrag enligt nämnda förordning bortfaller, om förlusten för förluståret inte uppgår till 1 000 kr. Dessa frågor torde närmare böra övervägas. I detta sammanhang må erinras om att jämkning eller förskjutning av värdeminskningsavdrag för byggnad författningsenligt inte kan äga rum.

Vad angår frågan om indexreglering av jämkade eller förskjutna avdrag kan framhållas följande. Indexvärdemetoden innebär att det planenliga avdraget för visst år skall motsvara detta års värdeminskning, beräknad i samma års penningvärde. Härav bör då följa att om avdraget inte utnyttjas för det år, under vilket värdeminskningen ägt rum, utan förlägges till ett senare år, skall det jämkade eller förskjutna avdraget beräknas i det förstnämnda årets penningvärde. Slutsatsen skulle alltså bli att någon indexreglering av jämkade eller förskjutna avdrag inte bör komma till stånd. I den senast intagna sammanställningen skall då det extra avdrag, som svarar mot tidigare inte åtnjutna avdrag, för år 5 upptagas till 1 000 kr och inte till 1 125 kr. Som stöd för uppfattningen att jämkade eller förskjutna avdrag inte bör indexregleras kan ytterligare anföras, att jämkning och förskjutning av värdeminskningsavdrag endast är en metod bland många att förskjuta inkomstbeskattningen från ett år till ett annat och att det därför inte finns anledning att indexreglera just denna metod.

Förutom då värdeminskningsavdrag vid taxeringen jämkas eller förskjutes enligt exemplen ovan får enligt gällan-

de rätt avvikelse från den uppgjorda värdeminskningsplanen äga rum jämväl i följande fall:

a) då värdet av tillgång nedgått avsevärt mer än som motsvarar sammanlagda beloppet av tidigare verkställda och på det aktuella beskattningsåret belöpande avdrag;

b) då ett särskilt högt pris eller eljest en särskilt hög kostnad för viss tillgång betingats därav att den skolat utnyttjas för ett särskilt arbetstillfälle eller för en tillfällig konjunktur eller av annan liknande omständighet.

Även i dessa båda fall har alltså möjlighet beretts att erhålla högre värdeminskningsavdrag än det planenliga. Genom dessa extra avdrag får emellertid i fallet a) det taxeringsmässiga restvärdet å tillgången inte nedbringas till lägre belopp än dess bokförda värde och i fallet b) får s. k. överprisavdrag inte godkännas vid taxeringen om inte motsvarande avskrivning skett i räkenskaperna.

Vad först angår fallet a) — värdet av tillgång har nedgått avsevärt mer än som motsvarar summan av tidigare verkställda och på det aktuella beskattningsåret belöpande avdrag — antas att maskinen enligt sammanställningen å sid. 450 vid utgången av år 3 har ett värde av endast 3 000 kr. Av sammanställningen framgår att dess restvärde vid samma tidpunkt uppgår till 4 244 kr eller 40 % av gällande avskrivningsunderlag. Utöver det planenliga avdraget för år 3 å 2 122 kr bör alltså den skattskyldige medges ett extra avdrag å 4 244 —3 000 = 1 244 kr. Om så sker uppgår sammanlagda värdeminskningsavdraget för år 3 till 2 122 + 1 244 = 3 366 kr eller 32 % (31,7 %) av gällande avskrivningsunderlag. Därefter har värdeminskningsavdrag åtnjutits med (20 + 20 + 32 =) 72 % av avskrivningsunderlaget, varefter 28 % återstår oavskrivet. Detta restvärde fördelas med 20 % eller 2 185 kr på år 4 (enligt planen) och med resterande 8 % eller 900 kr (8 % av 11 255 kr) på år 5. Sammanlagt har därefter värdeminskningsavdrag åtnjutits med 2 000 + 2 060 + 3 366 + 2 185 + 900 = 10 511 kr mot 10 618 kr enligt den åberopade sammanställningen. Denna bestämmelse torde mera sällan tillämpas i praktiken, eftersom det föreligger svårigheter att förebringa erforderlig utredning om inträffad värdenedgång. Vid stigande index kommer tydligen indexvärdemetoden att åstadkomma att tillämpningen av bestämmelsen i fråga knappast blir aktuell. Man synes kunna ifrågasätta om extra avdrag på grund av prisfall överhuvudtaget bör medges vid tillämpning av indexvärdemetoden, eftersom värdeminskningsplanen är uppgjord i realer och ett prisfall därför inte motiverar något extra avdrag.

Beträffande fallet b) — överprisavdrag — torde någon komplikation inte behöva uppstå vid en indexreglerad avskrivningsmetod, eftersom överpriset omedelbart kan avskrivas. De planenliga avdragen beräknas därefter på kvarstående värde, som indexregleras på vanligt sätt. Om ett överpris av 5 000 kr ingår i ett anskaffningsvärde å 20 000 kr för inventarier, som inköpts år 2, skulle avskrivningsförfarandet bli följande, om det liksom tidigare antas att avskrivningsperioden är fem år och att prisstegringen är 3 % per år. För år 2 avskrives 5 000 + 20 % av 15 000 = 8 000 kr, för år 3 20 % av 15 450 = 3 090 kr, för år 4 20 % av 15 914 = 3 183 kr, för år 5 20 % av 16 391 = 3 278 kr samt för år 6 20 % av 16 882 = 3 376 kr. De sammanlagda avskrivningarna uppgår alltså till 20 927 kr. Om överprisavdrag inte medgivits utan avskrivning varje år verkställts med 20 % av gällande avskrivningsunderlag skulle summa avskrivningar i stället ha utgjort 21 236 kr.

Vid stigande index kommer uppenbarligen indexvärdemetoden att minska betydelsen av överprisavdrag, medan däremot en dylik avskrivningsmetod vid fallande index kommer att öka betydelsen av sådant avdrag. Om index faller och priserna sålunda sjunker torde emellertid frågan om överprisavdrag endast sällan komma att aktualiseras.

Planenlig avskrivning innebär i princip inte att de taxeringsmässiga avskrivningarna skall överensstämma med de bokföringsmässiga. Vid avvikelse från värdeminskningsplanen fordras dock i regel att överensstämmelse råder mellan de vid taxeringen yrkade och de i räkenskaperna gjorda avskrivningarna. Såsom exempel kan nämnas att rätt till jämkning av planenliga värdeminskningsavdrag föreligger endast om såväl det tidigare lägre som det efterföljande högre avdraget är i överensstämmelse med räkenskaperna. Likaså är rätten till överprisavdrag beroende av om motsvarande avskrivning skett i räkenskaperna. Även i andra fall finns regler uppställda av innebörd att den taxeringsmässiga avskrivningen blir beroende av den bokförda. Enligt gällande bestämmelser i bokföringslagen och andra författningar får anläggningstillgångar inte upptagas till högre belopp än som motsvarar kostnaderna för deras anskaffning eller tillverkning. Någon uppskrivning i anledning av fallande penningvärde och höjd återanskaffningskostnad är sålunda inte medgiven. I den mån en indexvärdemetod tillämpas vid beskattningen kan därför de taxeringsmässiga avskrivningarna inte överensstämma med de bokföringsmässiga, om nuvarande principer för värdering av anläggningstillgångar bibehålles.

Fallande index

I den föregående framställningen har genomgående antagits att index hela tiden stigit. Då det kan vara av intresse att utröna hur indexvärdemetoden kan komma att verka vid *fallande index* har i *tablå B 1:1* intagits en värdeminskningsplan med exempel härpå. Tablån utgöres av en vanlig värdeminskningsplan enligt formulär nr 8 b. Av blankettformulärets uppställning framgår att formuläret vid en indexreglerad avskrivningsmetod kräver genomgripande omarbetningar och kompletteringar i olika avseenden.

Det förutsättes i exemplet att fråga är om maskiner som anskaffats under åren 1, 2 och 3 för resp. 10 000, 20 000 och 30 000 kr. Samtliga maskiner har en beräknad varaktighetstid av fem år, varför planenlig avskrivning varje år sker med 20 % av det för året gällande avskrivningsunderlaget. Beträffande de år 1 för 10 000 kr anskaffade maskinerna kan det planenliga värdeminskningsavdraget för samma år, 2 000 kr, endast utnyttjas till ett belopp av 1 000 kr. Resterande avdrag, 1 000 kr, utnyttjas — utan indexreglering — för år 5. I fråga om de år 2 för 20 000 kr anskaffade maskinerna avyttras år 5 för 500 kr en maskin som inköpts för 2 000 kr. Slutligen avyttras år 7 för 6 000 kr hela det år 3 för 30 000 kr anskaffade maskinbeståndet. Indexutvecklingen förutsättes vara följande: år 2 stiger index med 3 % och år 3 med ytterligare 3 %, år 4 är index oförändrat, år 5 faller index med 3 % och åren 6 och 7 med ytterligare 3 % varje år.

Med hänsyn till vad tidigare anförts torde några närmare kommentarer rörande de i värdeminskningsplanen intagna siffrorna inte vara erforderliga. Följande må dock framhållas. Av den upprättade värdeminskningsplanen framgår att värdeminskningsavdrag sammanlagt medgivits med 10 362 kr för de år 1 för 10 000 kr anskaffade maskinerna, med 20 125 kr för de år 2 för

Bilaga för värdeminskning å .....
(avskrivningsföremålens benämning)

A. Beräkning av värdeminskningsavdrag, när utredning föreligger om anskaffningsvärdet.

(Bifogas behörigen ifylld varje år. Särskild bilaga lämnas för varje grupp av tillgångar, för vilken samma avskrivningsprocent tillämpas. Se vidare upplysn. 2, 3.)

I. Plan för värdeminskningsavdrag. Avdrag för nu ifrågavarande beskattningsår beräknas efter 20 % å anskaffningsvärdet.

Summa restvärde (enl. A I: 7) från föregående år kr. .....

Prisstegring (+) Prisfall (-) i %	1 Avskrivningsunderlag. År	kr. (upplysn. 4, 6)	2 Från de olika årens anskaffningsvärden avgår anskaffningsvärden för tillgångar, utrangerade eller avyttrade: a) före beskattningsåret kr.	b) under beskattningsåret kr.	3 Eller vidstående utrangeringar och avyttringar kvarstående anskaffningsvärde (skillnaden mellan beloppen i kol. 1 och 2) kr.	4 Värdeminskningsavdrag enligt planen vid taxeringen för nedan angivna beskattningsår (upplysn. 1 samt upplysn. 5 st. 1, 2 och 5) nor: 19 1 % 20	19 2 % 20	19 3 % 20	19 4 % 20	19 5 % 20	19 6 % 20	19 7 % 20
	1	10000				2000						
+3%	2	10300					2060					
+3%	3	10609						2122				
0%	4	10609							2122			
-3%	5	10291								2058		
	2	20000					4000					
+3%	3	20600						4120				
0%	4	20600							4120			
-3%	5	19982		1998	17984					3597		
-3%	6	19383	1938		17445						3489	
	3	30000					6000					
0%	4	30000						6000				
-3%	5	29100								5820		
-3%	6	28227									5645	
-3%	7	27380		27380	0							0
1. S:a						2000	6060	12242	12242	11475	9134	0
2. Därav vid inkomstberäkningen utnyttjat värdeminskningsavdrag (upplysn. 8)						1000	6060	12242	12242	11475	9134	
3. Vid inkomstberäkningen icke utnyttjat värdeminskningsavdrag enligt planen (= skillnaden mellan 1 och 2).												
a) Därav avdrag, som må i framtiden utnyttjas i den mån avdrag då sker i räkenskaperna utöver avdrag enligt planen (upplysn. 7 a)						1000						
b) Därav avdrag, som må i framtiden utnyttjas, enär det på grund av rörelsens resultat icke kunnat under året utnyttjas (upplysn. 7 b)												

II. Värdeminskningsavdrag vid taxeringen.

1. Utnyttjat värdeminskningsavdrag inom planen enligt uppgift under I: 2	1000	6060	12242	12242	11475	9134	
2. Extra avdrag, svarande mot tidigare icke åtnjutna avdrag enligt I: 3 a) och b)					1000		
3. Extra avdrag för förlust vid försäljning eller utrangering (vid senaste beskattningsår angör se uppgift under C: 9)					299		
4. Annat extra avdrag enl. särskild utredning, bil. nr ....., (upplysn. 7 c och d)							
5. Summa avdrag (att införas under p. 13 form. B a)	1000	6060	12242	12242	12774	9134	0
III. I räkenskaperna bokförda avskrivningar för i denna plan upptagna tillgångar							

48 Summa t.o.m. beskattningsåret utnyttjade avdrag: %	kr	5 Utöver i kol. 4 upptagna avdrag har nedanstående belopp utgått ur planen: Genom extra avskrivning enl. II: 3 o. 4 för förlust vid utrangering el. avyttring el. enl. särskild utredning kr.	I övrigt (oavskrivven del av anskaffningsvärde för tillgång, som avförts ur rörelsen genom försäljning) kr.	6	7 Restvärde = kol. 1 – kol. 4a: %	kr
10	1000				90	9000
30	3090				70	7210
50	5304				50	5305
70	7426				30	3183
100	10291				0	0
Summa avdrag 10362						
20	4000				80	16000
40	8240				60	12360
60	12360				40	8240
82	16385	299	500		18	3597
100	19383				0	0
Summa avdrag 20125 x)						
20	6000				80	24000
40	12000				60	18000
60	17460				40	11640
80	22582				20	5645
100	27380		5476		0	0
Summa avdrag 28941 x)						
–						

Tillk.: outnyttjade avdrag enl. planen att framdeles åtnjutas (I: 3 a + 3 b — II: 2) . . . . . .

Avdrag att framdeles åtnjutas . . .

Anm. Om svårighet föreligger att ifylla uppgifterna i kol. 2, 5 och 6 under A I samt uppgifterna under C, nioter ej hinder att företaga sådana avvikelser från tabellen, som må vara önskvärda för undvikande av specifikation av olika föremål under C, därest full trygghet föreligger, att alla belopp, vilka skall beskattas såsom vinst vid försäljning, annan avyttring eller utrangering, blir behörigen uppgivna till beskattning. Summa försäljningspris (C kol. 7) bör dock i varje fall ifyllas.

x) inklusive beloppen i kol. 5 och 6

B. Uppgifter rörande värdeminskning, när utredning ej föreligger om anskaffningsvärdet.

(Dessutom skall skattskyldig, varom här är fråga, ifylla uppgifterna under D samt C kol. 1, 3 och 7 ävensom, i den mån det är möjligt, övriga uppgifter under C.)

Avdrag för värdeminskning yrkas (se upplysn. 5 st. 3 och 4):

alt. 1 med ..... % å bokförda värdet kr. .....

alt. 2 med ..... % å kr. .....

alt. 3 enligt följande beräkningsgrund: .....

.....

Har avdrag å ifrågavarande tillgångar tidigare medgivits vid beskattningen med större belopp än enligt räkenskaperna? Svar: .....

Därest denna fråga besvaras jakande, med vilket belopp har avdraget vid beskattningen överstigit avdraget enligt räkenskaperna?

C. Särskilda uppgifter om försäljning och utrangering under beskattningsåret.

I dessa uppgifter redovisas försäljning (därmed likställes annan avyttring eller förut helt avskrivits. Såsom avyttring räknas ock utbekommande av ersättning tillföras annan den skattskyldiges rörelse, som utrangering) av tillgångar av det slag, som i sammanställningen avses, även om tillgången på grund av försäkring av sådan tillgång ävensom tillgångs utlasande ur rörelsen för att ger särskild förvärvskälla, eller för att nyttjas utom rörelsen.

1 Föremålets benämning	2 Tidpunkt för inköpet (upplysn. 9)	3 Tidpunkt för försäljningen (upplysn. 9)	4 Värde enligt indexbestämmelserna kr.	5 Förut vid taxeringen åtnjutna värdeminsknings-avdrag kr. (upplysn. 9)	6 Vid taxeringen oavskrivet värde kr. (kol. 4 — kol. 5)	7 Försäljningspris kr. (upplysn. 9)	8 Vinst vid försäljningen kr. (kol. 7 — kol. 6) (upplysn. 9)	9 Extra avskrivning på grund av förlust vid försäljningen (utrangeringen) kr. (kol. 6 — kol. 7)
Maskin	år 2	år 5	1998	1199 (60 % av bel. i kol. 4)	799 (40 % av bel. i kol. 4)	500	–	299
Maskiner	år 3	år 7	27380	21904 (80 % av bel. i kol. 4)	5476 (20 % av bel. i kol. 4)	6000	524 – – –	–
							–	

D. I denna bilaga redovisade tillgångar är bokförda å ..... konto, vilket i sammandrag har följande utseende för beskattningsåret:

Debet		Kredit	
Ing. bal.		Försäljningar[1]	
Inköp		Avskrivningar[2]	
		Utg. bal.	
S:a		S:a	

[1] som debiterats ..... konto.
[2] » » » .....

Vid s. k. indirekt avskrivning (d. v. s. genom avsättning till avskrivnings- eller förnyelsefond) har avskrivningarna krediterats ..... (kontots benämning), vilket konto i sammandrag har följande utseende för beskattningsåret:

Debet		Kredit	
Utrangeringar		Ing. bal.	
		Avsättn. under året[1]	
Utg. bal.			
S:a		S:a	

20 000 kr anskaffade maskinerna och med 28 941 kr för de år 3 för 30 000 kr anskaffade maskinerna. Indexvärdemetoden kommer alltså i förevarande exempel beträffande de under åren 1 och 2 anskaffade maskinerna att i kronor räknat ställa sig något gynnsammare än vad fallet blir med nuvarande avskrivningsregler. Däremot blir indexvärdemetoden ogynnsammare för de år 3 anskaffade maskinerna.

I jämförelse med avskrivning på det framtida återanskaffningsvärdet eller sålunda det vid avskrivningsperiodens utgång gällande avskrivningsunderlaget — utgörande resp. 10 291, 19 383 och 27 380 kr — är indexvärdemetoden i föreliggande exempel gynnsammare, eftersom summan av medgivna värdeminskningsavdrag genomgående överstiger de sålunda angivna beloppen. Detta beror på att avskrivningsunderlaget för de tidigare åren i samtliga fall är högre än avskrivningsunderlaget under periodens sista år.

Vid stigande index inträffar med tillämpning av indexvärdemetoden det förhållandet att summa värdeminskningsavdrag under perioden understiger återanskaffningsvärdet vid periodens utgång. Lika litet som skillnadsbeloppet i detta fall medges till avdrag bör vid fallande index den omständigheten att summa värdeminskningsavdrag överstiger återanskaffningsvärdet vid periodens utgång medföra att skillnadsbeloppet blir föremål för beskattning genom eftertaxering eller på annat sätt.

De i kol. 4a — »Summa t. o. m. beskattningsåret utnyttjade avdrag» — angivna krontalen torde i beskattningshänseende i allmänhet inte få någon betydelse annat än för kontroll. Summan av de i denna kolumn och de i kol. 7 angivna krontalen skall nämligen överensstämma med gällande avskrivningsunderlag på samma rad i kol. 1. Inte heller de i kol. 7 i krontal angivna restvärdena torde ha något större intresse vid inkomstbeskattningen, eftersom dessa restvärden inte motsvarar vad som vid tillämpning av indexvärdemetoden återstår oavskrivet av det avskrivningsunderlag, som med hänsyn till prisstegring eller prisfall kan komma att fastställas för ett kommande år. Däremot torde det för varje beskattningsår angivna restvärdet få anses motsvara det värde, vartill inventarierna vid en indexvärdemetod bör upptagas vid förmögenhetsbeskattningen.

Sammanfattning

Av den föregående framställningen jämte däri återgivna exempel torde kunna utläsas att en indexreglerad avskrivningsmetod, som i övrigt i princip är avsedd att överensstämma med den nuvarande planenliga, kommer att vålla betydande svårigheter i tillämpningen. Sålunda kommer avskrivningsunderlaget i kronor räknat att växla under avskrivningsperioden, vilket gör att en omräkning av detta underlag troligen varje år måste äga rum. Som följd härav kommer även värdeminskningsavdragen — även om de ligger helt inom planen — att ändras från år till år. Detta gör att man inte — såsom för närvarande — genom en enkel räkneoperation kan konstatera, att ett visst belopp blivit avskrivet på ett hela tiden oförändrat ursprungligt anskaffningsvärde och att därför ett visst restbelopp återstår att avskriva. Kontrollen av att en värdeminskningsplan är riktigt upprättad kommer därför att i hög grad försvåras om en indexvärdemetod tillämpas. Den enda kontroll som i förevarande avseende torde kunna utövas är att genom procenttal eller på liknande sätt konstatera, att ett visst års anskaffningsvärde mätt i reala termer vid en viss tidpunkt blivit avskrivet med exempel-

vis 40 % och att därför 60 % av samma anskaffningsvärde återstår att avskriva. I stället för att såsom nu kontrollera riktigheten av vissa i kronor angivna tal skulle man sålunda få kontrollera att vissa procenttal blivit riktigt uträknade. En dylik kontroll blir säkerligen i allmänhet ganska omständlig och besvärlig. Om ett under visst år anskaffat inventariebestånd inte undergår några förändringar och om värdeminskningsavdragen under hela avskrivningsperioden håller sig inom planen torde visserligen procentberäkningen bli förhållandevis enkel. Däremot torde komplikationer uppkomma till följd av utrangeringar eller försäljningar samt vid avvikelser från värdeminskningsplanen. Om avskrivningsperioden är lång, exempelvis 10—20 år, och om förut angivna företeelser blir talrikt förekommande torde beräkningarna kunna bli ganska invecklade.

Då indexvärdemetoden vid fallande penningvärde innebär en obestridlig fördel för de skattskyldiga i jämförelse med nu gällande bestämmelser bör stränga krav på redovisningens klarhet och noggrannhet kunna uppställas. Om dessa krav ej uppfylles bör den skattskyldige kunna berövas rätten att få tillämpa indexreglerad avskrivningsmetod. På så sätt skulle det merarbete, som indexvärdemetoden kommer att förorsaka, till stor del kunna läggas på de skattskyldiga.

Det kan tänkas att indexvärdemetoden skulle kunna ge upphov till en del förfaranden i syfte att göra obehöriga skattevinster. För en skattskyldig, som spekulerar i fallande penningvärde och stigande priser, kan det sålunda ligga nära till hands att utsträcka avskrivningsperioden så mycket som möjligt och sålunda yrka värdeminskningsavdrag efter en lägre procentsats än som motsvarar den beräknade varaktighetstiden för att på så sätt i kronor räknat få värdeminskningsdrag med högre belopp än som eljest skulle ha blivit fallet. Eftersom dessa kronor successivt minskar i värde torde emellertid ett dylikt förfaringssätt i realiteten inte vara till någon fördel.

Slutligen bör framhållas att en indexreglerad avskrivningsmetod innebär en så genomgripande omvandling av gällande och hävdvunna principer för avskrivningsförfarandet, att hela denna fråga bör bli föremål för en betydligt mera ingående och allsidig utredning än som här kunnat verkställas. En dylik utredning torde böra anförtros åt särskilt utsedda sakkunniga.

4.3 Räkenskapsenlig avskrivning enligt indexvärdemetoden

Det utmärkande för den räkenskapsenliga avskrivningen enligt gällande rätt är att värdeminskningsavdragen vid taxeringen skall överensstämma med de i räkenskaperna gjorda avskrivningarna samt att inventariernas taxeringsmässiga restvärde och deras bokförda värde som följd härav skall vara detsamma. Med tillämpning av indexvärdemetoden kan denna överensstämmelse mellan den bokföringsmässiga och den taxeringsmässiga avskrivningen inte upprätthållas såvida inte gällande regler för värdering av anläggningstillgångar får undergå radikala förändringar.

För räkenskapsenlig avskrivning erfordras inga värdeminskningsplaner. De uppgifter som i förevarande avseende skall lämnas till taxeringen intas i stället under rubriken »Uppgifter om avskrivning å maskiner och andra inventarier för stadigvarande bruk i rörelsen» antingen å rörelsebilaga enligt formulär nr 8 a eller — beträffande aktiebolag och andra juridiska personer — å huvudblankett enligt formulär 1 b.

		Maskiner anskaffade år 1	*Maskiner anskaffade år 2*
År 1		Anskaffn.värde enl. index	Anskaffn.värde enl. index
Under besk.året har inventarier, som vid årets slut fortfarande tillhörde rörelsen, anskaffats för	10 000	10 000	—
70 % därav	7 000	7 000 (70 %)	—
avskrivn.	3 000	3 000 (30 %)	—
År 2		Anskaffn.värde enl. index	Anskaffn.värde enl. index
Inventariernas ingående skattemässiga värde	7 000	10 300	20 000
Indextillägg: + 3 % av ing. värdet	210		
Under besk.året har inventarier, som vid årets slut fortfarande tillhörde rörelsen, anskaffats för	20 000		
Summa	27 210		
70 % därav	19 047	5 047 (49 %)	14 000 (70 %)
avskrivn.	8 163	2 163 (21 %)	6 000 (30 %)
År 3		Anskaffn.värde enl. index	Anskaffn.värde enl. index
Inventariernas ingående skattemässiga värde	19 047	10 609	20 600
Indextillägg: + 3 % av ing. värdet	571		
Summa	19 618		
70 % därav	13 733	3 639 (34,3 %)	10 094 (49 %)
avskrivn.	5 885	1 559 (14,7 %)	4 326 (21 %)

Tillämpning av den s. k. 30-regeln

För tillämpning av den s. k. *30-regeln* (alternativ 1) erfordras enligt gällande bestämmelser endast uppgifter om inventariernas bokförda värde vid beskattningsårets ingång samt om sådana under beskattningsåret nytillkomna inventarier som vid årets utgång fortfarande tillhörde rörelsen. Summan av dessa båda poster benämnes *avskrivningsunderlaget*. 30-regeln, vilken tillika utgör huvudregeln för den räkenskapsenliga avskrivningen, innebär som bekant att avdrag för varje år får åtnjutas med högst 30 % av avskrivningsunderlaget.

Om en indexvärdemetod skall tillämpas är det tydligt att en omräkning av avskrivningsunderlaget på ett eller annat sätt måste äga rum. Vid den planenliga avskrivningen har denna omräkning enligt vad som framgår av föregående avsnitt verkställts på så sätt, att närmast föregående års avskrivningsunderlag för varje anskaffningsår upp- eller nedräknats med ett tal som motsvarat prisstegringen eller prisfallet under beskattningsåret. Vid en räkenskapsenlig indexreglerad avskrivningsmetod torde det inte vara nödvändigt att specificera avskrivningsunderlaget för varje anskaffningsår utan hela det ingående bokförda värdet — som avser samtliga inventarier — kan omräknas med hjälp av det tal som anger prisutvecklingen, varefter till det sålunda omräknade värdet i förekommande fall lägges den faktiska anskaffningskostnaden för sådana under det aktuella beskattningsåret inköpta inventarier som vid årets utgång fortfarande tillhör rörelsen. Liksom tidigare förutsättes att sistnämnda kostnad under anskaffningsåret (det aktuella beskattningsåret) inte undergår någon förändring.

Det sagda må belysas genom ett exempel. En företagare inköper år 1 maskiner för 10 000 kr och år 2 för 20 000 kr. En prisstegring av 3 % förutsättes inträda varje år. Med tillämpning i huvudsak av nuvarande blankettformulär och med en särskild rubrik för angivande av prisstegring eller prisfall skulle ifrågavarande uppgifter för beskattningsåren 1—3 få följande utseende (vänster kolumn på sid 460), därvid jämväl avskrivningen för resp. år angivits.

För kontroll av att beräkningarna enligt blankettformuläret är riktiga har vid sidan härav i höger kolumn gjorts vissa uträkningar enligt följande. Med en prisstegring av 3 % per år stiger anskaffningsvärdet för de år 1 inköpta maskinerna till 10 300 kr år 2 och till 10 609 kr år 3. För de år 2 inköpta maskinerna stiger anskaffningsvärdet till 20 600 kr år 3. Vid tillämpning av 30-regeln sker avskrivning efter följande procentsatser: för de år 1 anskaffade maskinerna med 30 % år 1, med 21 % år 2 och med 14,7 % år 3 samt för de år 2 anskaffade maskinerna med 30 % år 2 och med 21 % år 3, allt räknat på anskaffningsvärdet för varje beskattningsår. Vid utgången av år 2 skall alltså restvärdet för de år 1 anskaffade maskinerna uppgå till 100—(30+21) = 49 % av gällande anskaffningsvärde, 10 300 kr, eller sålunda till 5 047 kr och restvärdet för de år 2 anskaffade maskinerna till 100—30=70 % av gällande anskaffningsvärde, 20 000 kr, eller sålunda till 14 000 kr. Sammanlagt skall alltså restvärdet vid utgången av år 2 utgöra 5 047+14 000=19 047 kr, vilket överensstämmer med den enligt blankettformuläret gjorda beräkningen. Vid utgången av år 3 skall restvärdet för de år 1 anskaffade maskinerna uppgå till 100—(30+21+14,7) =34,3 % av gällande anskaffningsvärde, 10 609 kr, eller sålunda till 3 639 kr och restvärdet för de år 2 anskaffade maskinerna till 100—(30+21) =49 % av gällande anskaffningsvärde, 20 600 kr, eller sålunda till 10 094 kr. Sammanlagt skall alltså restvärdet vid utgången av år 3 utgöra 3 639+10 094=13 733 kr, vilket också är i överensstämmelse med den beräkning som framkommer enligt blankettformuläret.

Om en *under* det aktuella beskattningsåret anskaffad tillgång avyttrats, förlorats eller utrangerats under samma år erhålles ett omedelbart avdrag för tillgångens anskaffningsvärde. Vad som influtit vid försäljning av tillgången eller i form av försäkringsersättning för densamma skall redovisas som intäkt. Dessa bestämmelser torde inte behöva vålla några svårigheter om indexvärdemetoden användes.

Om en *före* det aktuella beskattningsårets ingång anskaffad tillgång under året avyttrats eller försäkringsersättning utgått för förlorad sådan tillgång åtnjutes en extra avskrivning med belopp motsvarande köpeskillingen eller försäkringsersättningen. Denna avskrivning — som endast får göras i deklarationen för det aktuella beskattningsåret men inte senare — sker på så sätt att avskrivningsunderlaget enligt 30-regeln minskas med belopp motsvarande den i anledning av avyttringen eller försäkringsfallet uppburna ersättningen. De i förevarande avseende gällande bestämmelserna innebär tillämpning av den s. k. nettometoden och torde vid en indexreglerad avskrivningsmetod inte heller behöva föranleda några komplikationer.

Följande exempel belyser nettometodens innebörd vid en räkenskapsenlig indexreglerad avskrivning. Det förutsättes att fråga är om samma maskiner som tidigare. Av dessa maskiner avyttras år 4 för 400 kr en år 1 för 1 000 kr

	År 4	*Maskiner anskaffade år 1* Anskaffn.värde enl. index	*Maskiner anskaffade år 2* Anskaffn.värde enl. index
Inventariernas ingående skattemässiga värde	13 733	10 927	21 218
Indextillägg: + 3 % av ing. värdet	412		
Summa	14 145		
Avgår:			
Ersättning för under besk.året avyttrade eller förlorade inventarier, som anskaffats före besk.årets ingång	400		
Rest	13 745		
70 % därav	9 621	2 344 (21,45 %)	7 277 (34,3 %)
avskrivn. 400 + 4 124 =	4 524	400 + 1 005 = = 1 405 (12,85 %)	3 119 (14,7 %)

inköpt maskin. Prisstegringen antas fortfarande vara 3 % per år. För beräkning av det lägsta värde, till vilket avskrivning enligt 30-regeln kan ske, kommer då följande uppgifter (ovan till vänster) att intagas i deklarationen.

För kontroll av att beräkningarna enligt blankettformuläret blivit riktiga har vid sidan härav (ovan till höger) gjorts följande uträkningar. Med en prisstegring av 3 % stiger gällande anskaffningsvärde för de år 1 inköpta maskinerna från 10 609 kr år 3 till 10 927 kr år 4 och gällande anskaffningsvärde för de år 2 inköpta maskinerna från 20 600 kr år 3 till 21 218 kr år 4. Med tillämpning av 30-regeln har de år 2 anskaffade maskinerna för år 4 avskrivits med 14,7 %. Räknat i kronor av gällande anskaffningsvärde, 21 218 kr, motsvarar denna avskrivning 3 119 kr. Summa avskrivningar för år 4 utgör 14 145—9 621 = 4 524 kr. Alltså måste 4 524—3 119 = 1 405 kr därav belöpa på de år 1 anskaffade maskinerna. Sistnämnda belopp motsvarar 12,85 % av det för dessa maskiner gällande anskaffningsvärdet, 10 927 kr. De år 1 anskaffade maskinerna har därefter avskrivits med 30 + 21 + 14,7 + 12,85 = 78,55 %, varför restvärdet uppgår till 100—78,55 = 21,45 % av gällande anskaffningsvärde eller sålunda till 2 344 kr. För de år 2 anskaffade maskinerna har avskrivning skett med 30 + 21 + 14,7 = 65,7 %, varför restvärdet utgör 100—65,7 = 34,3 % av gällande anskaffningsvärde eller sålunda 7 277 kr. Sammanlagt skall alltså restvärdet för hela det kvarvarande maskinbeståndet uppgå till 2 344 + 7 277 = 9 621 kr, vilket är i överensstämmelse med den beräkning som framkommer enligt blankettformuläret.

Innan kompletteringsregeln behandlas kommer här nedan att verkställas beräkning av det högsta värde, till vilket maskinerna vid utgången av år 5 får avskrivas, för att det skall kunna utrönas huruvida 30-regeln eller kompletteringsregeln för resp. år är den ur beskattningssynpunkt fördelaktigaste. Indexstegringen antas fortfarande vara 3 % per år.

	År 5
Inventariernas ingående skattemässiga värde	9 621
Indextillägg: + 3 % av ing. värdet	289
Summa	9 910
70 % därav	6 937
avskrivn.	2 973

Tillämpning av kompletteringsregeln

Den s. k. 30-regeln leder såsom sådan teoretiskt aldrig till full avskrivning, varjämte den inte heller medger avdrag vid utrangering eller försäljning av tidigare anskaffade maskiner. Med hänsyn härtill har en särskild *kompletteringsregel* (alternativ 2) uppställts. Denna innebär att det taxeringsmässiga restvärdet inte behöver upptagas till högre belopp än som motsvarar en avskrivning för helt år räknat med 20 % å de inventarier, som vid utgången av det aktuella beskattningsåret fortfarande tillhörde rörelsen. Kompletteringsregeln kan åskådliggöras med följande exempel, därvid antas att det aktuella beskattningsåret är år 4 samt att anskaffningskostnaden — utan medräknande av anskaffningskostnaden för inventarier som tidigare försålts eller utrangerats — för nedan angivna år uppgått till följande belopp:

år 4	10 000 kr	80 %	därav	=	8 000 kr
» 3	20 000 »	60 %	»	=	12 000 »
» 2	15 000 »	40 %	»	=	6 000 »
» 1	20 000 »	20 %	»	=	4 000 »
			Summa		30 000 kr

I exemplet får alltså inventarierna avskrivas med så stort belopp att restvärdet därefter utgör 30 000 kr.

Av ovanstående torde framgå att kompletteringsregeln möjliggör avskrivning på fem år och tillika full avskrivning för avgångna inventarier. Den får därför särskild betydelse dels då inventarieanskaffningarna sker ojämnt och dels då försäljningar eller utrangeringar av relativt nyanskaffade inventarier verkställts. I andra fall — och främst då anskaffningskostnaden på grund av expansion eller prisstegring kontinuerligt ökar — ger 30-regeln i allmänhet större avskrivning.

Enligt gällande bestämmelser skall anskaffningskostnaden för de inventarier, som fortfarande tillhör rörelsen, anges i den sammanställning som enligt särskilt formulär upprättas för utrönande av huruvida kompletteringsregeln medför större avskrivning än 30-regeln. Vid en indexreglerad avskrivningsmetod måste följaktligen den ursprungliga anskaffningskostnaden upp- eller nedräknas med hänsyn till indexutvecklingen. Då en sammanställning enligt alternativ 2 skall upprättas i överensstämmelse härmed torde man kunna förfara på det sättet, att den ursprungliga anskaffningskostnaden alltid anges i sammanställningen och att denna kostnad därefter ökas eller minskas med det belopp som föranledes av stigande eller fallande index under hela den förflutna tiden (»kumulerade indextillägg eller indexavdrag»). Man kan också göra så, att föregående års indexomräknade anskaffningskostnad upptas i sammanställningen och därefter ökas eller minskas med belopp som motsvarar indexstegringen eller indexsänkningen under det aktuella beskattningsåret. Sistnämnda förfaringssätt torde vara det enklaste. I den sammanställning, som här nedan upprättats i syfte att belysa kompletteringsregelns verkningar vid indexreglerad avskrivning, har därför det sist angivna förfaringssättet kommit till användning. Förutsättningarna är desamma som i det med tillämpning av 30-regeln tidigare återgivna exemplet. Det är alltså fråga om maskiner som inköpts år 1 för 10 000 kr och år 2 för 20 000 kr. Av de år 1 anskaffade maskinerna avyttras år 4 en maskin som inköpts för 1 000 kr. Indexstegringen är 3 % per år. Till jämförelse har inom parentes för varje beskattningsår angivits det restvärde som enligt det föregående framkommit vid tillämpning av 30-regeln. För de olika beskattningsåren kommer sammanställningen enligt alternativ 2 att få följande utseende.

År 1

Inventarier, som vid utgången av beskattningsåret fortfarande tillhörde rörelsen, har anskaffats under

	för kr (motsv. värde enl. index)		
besk.året	10 000		80 % därav = 8 000 (7 000)

År 2

Inventarier, som vid utgången av beskattningsåret fortfarande tillhörde rörelsen, har anskaffats under

	för kr (motsv. värde enl. index)		
besk.året	20 000		80 % därav = 16 000
året före besk.året	10 000		
indextillägg: + 3 % av 10 000	300	10 300	60 % därav = 6 180
		Summa	22 180 (19 047)

År 3

Inventarier, som vid utgången av beskattningsåret fortfarande tillhörde rörelsen, har anskaffats under

	för kr (motsv. värde enl. index)		
besk.året	0		
året före besk.året	20 000		
indextillägg: + 3 % av 20 000	600	20 600	60 % därav = 12 360
andra året före besk.året	10 300		
indextillägg: + 3 % av 10 300	309	10 609	40 % därav = 4 244
		Summa	16 604 (13 733)

År 4

Inventarier, som vid utgången av beskattningsåret fortfarande tillhörde rörelsen, har anskaffats under

	för kr (motsv. värde enl. index)		
besk.året	0		
året före besk.året	0		
andra året före besk.året	20 600		
indextillägg: + 3 % av 20 600	618	21 218	40 % därav = 8 487
tredje året före besk.året	10 609		
indextillägg: + 3 % av 10 609	318	10 927	
avgår:			
gällande anskaffningsvärde för en under besk.året försåld och under år 1 för 1 000 kr inköpt maskin		1 092	
	Återstår	9 835	20 % därav = 1 967
		Summa	10 454 (9 621)

År 5

Inventarier, som vid utgången av beskattningsåret fortfarande tillhörde rörelsen, har anskaffats

under	för kr (motsv. värde enl. index)		
besk.året	0		
året före besk.året	0		
andra året före besk.året	0		
tredje året före besk.året	21 218		
Indextillägg: + 3 % av 21 218	636	21 854	20 % därav = 4 371 (6 937)

Av sammanställningen framgår att 30-regeln för beskattningsåren 1—4 medför större avskrivning än kompletteringsregeln medan sistnämnda regel för år 5 ger större avskrivning än 30-regeln.

Sammanfattning

Liksom den räkenskapsenliga avskrivningen enligt gällande bestämmelser får anses vara enklare i tillämpningen än den planenliga torde motsvarande gälla om indexvärdemetoden genomföres. I synnerhet får så anses vara fallet om 30-regeln tillämpas. Med användande av denna regel skulle en indexreglerad avskrivningsmetod i princip innebära att avskrivningsunderlaget erhålles på så sätt, att det från föregående år inbalanserade värdet — vilket värde i sig inkluderar restvärdet för samtliga inte helt avskrivna inventarier — upp- eller nedräknas med ett tal som utvisar prisstegringen resp. prisfallet under det aktuella beskattningsåret, varefter till det sålunda framräknade värdet lägges den faktiska anskaffningskostnaden för sådana inventarier som inköpts sistnämnda år.

Vid planenlig avskrivning enligt indexvärdemetoden torde det däremot bli nödvändigt att för samtliga anskaffningsår verkställa omräkning av det för resp. år senast fastställda avskrivningsunderlaget. Om antalet anskaffningsår enligt värdeminskningsplanen är stort, vilket ofta torde vara fallet, kan omräkningsförfarandet vid planenlig avskrivning komma att vålla ett betydande merarbete, i synnerhet om det dessutom gäller att konstatera hur stor del av avskrivningsunderlaget som vid viss tidpunkt blivit avskrivet resp. kvarstår oavskrivet. En motsvarande kontroll verkställes för närvarande inte vid den räkenskapsenliga avskrivningen utan man gör endast vissa beräkningar för att konstatera, till vilket belopp inventariebeståndet lägst får avskrivas. Med hänsyn härtill torde det inte heller vara erforderligt att vid tillämpningen av räkenskapsenlig indexreglerad avskrivning verkställa uträkningar som utvisar hur stor del av de olika årens anskaffningsvärden som avskrivits och hur stor del som utgör restvärde. Dylika uträkningar skulle för övrigt säkerligen bli mycket besvärliga att verkställa, i synnerhet som 30-regeln teoretiskt aldrig leder till full avskrivning.

Det förhållandet att 30-regeln redan enligt gällande bestämmelser inte leder till full avskrivning kommer att bli ytterligare markerat om indexvärdemetoden genomföres. Man kan åtminstone teoretiskt tänka sig den möjligheten, att index varje år stiger med så många enheter som motsvarar avskrivningen enligt 30-regeln. I ett sådant läge skulle alltså den ursprungliga anskaffningskostnaden år efter år kvarstå helt oavskriven. Med hänsyn härtill synes det böra övervägas, om man inte borde

fastställa en längsta tid, inom vilken en viss tillgång i normalfallet bör vara slutavskriven. Om man tänker sig exempelvis fem år skulle en sådan yttersta gräns medföra, att den nuvarande kompletteringsregeln inte endast skulle innebära en rätt att få avskrivning på fem år för kvarvarande och tillika full avskrivning för avgångna inventarier utan därjämte en skyldighet att tillse att en viss tillgång efter fem år är slutavskriven. Frågan om den längsta tid, inom vilken en viss tillgång vid tillämpning av indexvärdemetoden bör vara slutavskriven, är emellertid av sådan art att densamma bör bli föremål för särskilda överväganden.

Av framställningen under detta avsnitt torde framgå att en indexreglerad avskrivningsmetod, som i princip bygger på den nuvarande räkenskapsenliga avskrivningen, kommer att förorsaka vissa svårigheter av teknisk art. Dessa svårigheter synes emellertid — såvitt nu kan överblickas — bli mindre än vid en indexreglerad planenlig avskrivning. Kvar står emellertid att avskrivningsunderlaget med tillämpning av 30-regeln troligen varje år måste omräknas samt att en tillämpning av kompletteringsregeln medför en omräkning av anskaffningsvärdena för de tre anskaffningsår, som ligger före det aktuella beskattningsåret, varjämte dessa omräknade anskaffningsvärden i förekommande fall måste minskas med de likaledes omräknade anskaffningsvärdena för avavgångna inventarier.

Vid den räkenskapsenliga avskrivningen torde det inte som vid den planenliga vara nödvändigt att kontrollera, hur stor del av gällande anskaffningsvärde som för varje anskaffningsår avskrivits resp. kvarstår oavskrivet. Med hänsyn härtill synes sådana procentuella uträkningar, varom talats i avsnittet om planenlig avskrivning, kunna undvaras vid räkenskapsenlig avskrivning. För övrigt torde — såsom framgår av de anförda exemplen — dylika uträkningar vid räkenskapsenlig avskrivning komma att bli mycket besvärliga och tidsödande. I stället blir det givetvis så mycket mera angeläget att de till taxeringen enligt särskilt formulär lämnade uppgifterna om avskrivning på maskiner och andra inventarier blir noggrant kontrollerade.

Den nuvarande räkenskapsenliga avskrivningen innebär i princip att de taxeringsmässiga och de bokföringsmässiga avskrivningarna skall vara lika stora. Såsom tidigare påvisats kan denna princip med tillämpning av indexvärdemetoden inte längre upprätthållas såvida inte en ändring av gällande regler för värdering av anläggningstillgångar kommer till stånd. Man kan emellertid också tänka sig att den taxeringsmässiga avskrivningen inte behöver följa den bokföringsmässiga. I så fall kan emellertid den avskrivningsmetod, som innebär tillämpning av 30-regeln och kompletteringsregeln, inte gärna längre betecknas som »räkenskapsenlig» utan bör den erhålla en annan benämning.

Liksom frågan om införandet av en indexreglerad planenlig avskrivning enligt vad tidigare sagts bör bli föremål för en betydligt mera ingående och allsidig utredning än som här kommit till uttryck, gäller detsamma givetvis i fråga om en indexreglerad räkenskapsenlig avskrivningsmetod. I detta sammanhang må endast anmärkas att sådana frågor inte upptagits som exempelvis övergång från planenlig till räkenskapsenlig avskrivning och tvärt om samt behandlingen av överavskrivningar i räkenskaperna.

Beträffande tillämpningen av indexvärdemetoden bör slutligen framhållas att denna metod får anses vara mindre motiverad vid räkenskapsenlig än vid

planenlig avskrivning. Den räkenskapsenliga avskrivningen är nämligen i princip oberoende av förslitningens omfattning och medger en betydligt snabbare avskrivning än den planenliga. Med tillämpning av 30-regeln är sålunda en tillgång redan efter två år avskriven med 51 %. Redan den nuvarande utformningen av den räkenskapsenliga avskrivningen medför sålunda, att företagarna under inflationstider erhåller en viss kompensation för att avskrivningarna inte får beräknas på nuvärdet utan på den ursprungliga anskaffningskostnaden. Det kan därför med fog ifrågasättas, om tillräckligt bärande skäl föreligger att i beskattningshänseende indexreglera den nuvarande räkenskapsenliga avskrivningsmetoden.

5. Real metod för beräkning av skattemässiga avskrivningar på byggnader

5.1 Annan fastighet

Gällande rätt

Som bekant gör man vid beräkning av inkomsten av annan fastighet (än jordbruksfastighet) åtskillnad mellan sådana fastigheter, för vilka inkomsten beräknas enligt sedvanliga grunder, samt sådana fastigheter, för vilka inkomsten beräknas enligt en schablonmässig metod. Schablonmetoden innebär att såsom intäkt redovisas viss procent av fastighetens taxeringsvärde och att avdrag inte får göras för andra omkostnader än för ränta på lånat, i fastigheten nedlagt kapital samt tomträttsavgäld eller liknande avgäld. Utöver dessa avdrag får fysisk person och oskift dödsbo under vissa förutsättningar åtnjuta extra avdrag med högst 200 kr för helt år räknat.

Till den grupp av fastigheter, för vilken schablonberäkning av inkomsten äger rum, hänföres en- och tvåfamiljsfastigheter samt fastigheter tillhöriga bostadsföreningar, bostadsaktiebolag och allmännyttiga bostadsföretag. Med bostadsförening och bostadsaktiebolag förstås ekonomisk förening och aktiebolag, vars verksamhet uteslutande eller huvudsakligen består i att åt föreningens medlemmar eller bolagets delägare bereda bostäder i hus, som äges av föreningen eller bolaget. Med allmännyttigt bostadsföretag förstås bolag, förening eller stiftelse som av bostadsstyrelsen (statens byggnadslånebyrå) eller länsbostadsnämnd erkänts såsom allmännyttigt bostadsföretag.

Av vad tidigare sagts framgår att värdeminskningsavdrag i förvärvskällan annan fastighet inte kan ifrågakomma beträffande sådana fastigheter, för vilka schablonberäkning av inkomsten äger rum. Värdeminskningsavdrag kan sålunda i denna förvärvskälla endast medges beträffande övriga fastigheter. Den följande framställningen under detta avsnitt kommer därför endast att beröra sistnämnda fastigheter.

Avdrag för värdeminskning å byggnader i förvärvskällan annan fastighet medges dels i form av avdrag för värdeminskning å själva byggnaden och dels i form av avdrag för värdeminskning å maskiner och andra inventarier som hör till fastigheten.

Avdrag för *värdeminskning å byggnad* medges vanligen efter viss procent av det taxerade byggnadsvärdet, i allmänhet med 0,6 % för byggnader av sten, betong o. dyl. och med 1 % för byggnader av trä. Med taxerat byggnadsvärde avses härvid det för fastigheten under vederbörligt beskattningsår gällande byggnadsvärdet. Byggnadsvärdet åsättes vid allmän och särskild fastighetstaxering.

Allmän fastighetstaxering skall enligt 12 § 1 mom. KL ske vart femte år. Den

senaste allmänna fastighetstaxeringen ägde rum år 1957. Nästa allmänna fastighetstaxering skulle sålunda ha ägt rum år 1962. Genom olika förordningar har den emellertid uppskjutits, först till år 1964 och därefter till år 1965. I detta sammanhang bör nämnas att 1961 års fastighetstaxeringsutredning i en i mars 1963 avgiven promemoria med förslag till ändringar av bestämmelserna om förfarandet vid allmän fastighetstaxering m. m. föreslagit, att taxeringsperioden skulle förlängas till tio år och att en procentuell omräkning av gällande taxeringsvärden under vissa förutsättningar dessutom skulle ske sedan fem år förflutit av löpande taxeringsperiod, om prisutvecklingen därtill gav anledning. Alternativt har utredningen föreslagit, att taxeringsperioden utan angivet omräkningsförfarande skulle förlängas till åtta år.

Den taxering av fastigheterna, som äger rum varje år mellan de allmänna fastighetstaxeringarna, benämnes särskild fastighetstaxering. Vid den särskilda fastighetstaxeringen sker i princip ingen omtaxering utan de taxeringsvärden, som åsatts vid den senaste allmänna fastighetstaxeringen, bibehålles oförändrade fram till nästa allmänna fastighetstaxering. I vissa fall skall dock ny- eller omtaxering under löpande taxeringsperiod äga rum. Så skall exempelvis ske i följande fall: då fastighets värde genom eldsvåda, vattenflöde eller annan dylik anledning eller genom nedrivning av byggnad så minskats, att förändringen föranleder en minskning av taxeringsvärdet med minst en femtedel; då fortsatt bebyggelse skett å fastighet, som vid den tidpunkt, näst föregående taxering avsett, ej varit färdigbyggd; då fastighets värde eljest genom ny-, till- eller ombyggnad så förhöjts, att därav föranletts en ökning av taxeringsvärdet med minst en femtedel. Vid dylik ny- eller omtaxering skall iakttagas de ändringar beträffande fastigheten, som ägt rum sedan den tidpunkt det senast åsatta taxeringsvärdet avsett, men skall taxeringen ske efter det allmänna prisläge och de uppskattningsgrunder i övrigt, som tillämpats vid den närmast föregående allmänna fastighetstaxeringen. Vid ny- eller omtaxering under löpande taxeringsperiod får sålunda förändringar i penningvärdet inte påverka det nya taxeringsvärdet. Den tidpunkt som blir avgörande för bedömning av det skick, i vilket fastigheten vid taxeringsvärdets åsättande skall anses befinna sig, är taxeringsårets ingång. Senare inträffade förändringar skall sålunda inte beaktas vid taxeringen detta år.

Enligt 9 § KL skall taxeringsvärde för annan fastighet (än jordbruksfastighet) åsättas till det belopp, som prövas utgöra fastighetens värde efter ortens pris (allmänna saluvärdet). Det kan emellertid ifrågasättas om man vid de allmänna fastighetstaxeringarna alltid kommit i nivå med det allmänna saluvärdet och om inte de härvid åsatta taxeringsvärdena ofta legat under det allmänna saluvärdet. Detta sammanhänger med att man som riktpunkt för den allmänna lyftning av taxeringsnivån, som med hänsyn till penningvärdets fall ansetts böra äga rum, utgått från en med ledning av förefintlig köpeskillingsstatistik uträknad genomsnittlig prisökning (överprisprocent) under den gångna perioden och därefter på visst sätt reducerat denna överprisprocent. Härigenom har alltså endast viss del av överpriset slagit igenom vid den allmänna höjningen av taxeringsnivån. Man har med andra ord ansett sig böra ha en viss »försiktighetsmarginal».

Enligt vad tidigare sagts utgör taxerade byggnadsvärdet i allmänhet det underlag, varå avdrag för värdeminskning

å byggnader beräknas. Om emellertid den skattskyldige förebringar tillfredsställande utredning om den faktiska anskaffningskostnaden för en byggnad kan denna kostnad läggas till grund vid beräkning av värdeminskningsavdraget. I anskaffningskostnaden får givetvis inte inräknas någon del av kostnaden för tomt eller för dess planering. Om en skattskyldig förvärvat en redan bebyggd fastighet kan något anskaffningsvärde för själva byggnaden som regel inte beräknas, eftersom det är alltför ovisst hur stor del av köpeskillingen som kan anses belöpa på byggnad resp. tomt. En proportionell fördelning av inköpspriset för fastigheten i förhållande till det taxerade byggnadsvärdet och markvärdet utgör i dylika fall inte tillräckligt säker grund för beräkning av avskrivningsunderlaget. I praxis har inte heller medgivits att en endast beräknad anskaffningskostnad för byggnad fått ligga till grund för bestämmande av värdeminskningsavdraget.

Beträffande avdrag för *värdeminskning å maskiner och andra inventarier*, som tillhör byggnad, gäller följande regler.

För sådana fasta inventarier, som vid fastighetstaxeringen inte åsatts särskilt maskinvärde, beräknas värdeminskningsavdrag enligt reglerna om avdrag för värdeminskning å byggnad, varvid emellertid en högre procentsats får tillämpas än för själva den byggnad, vari de ingår. Den mot en sådan tillgång svarande delen av byggnaden anses kunna utbrytas och behandlas enligt särskild värdeminskningsplan med hänsyn till just den ifrågavarande tillgångens anskaffningsvärde och varaktighetstid. I praxis har sådant särskilt värdeminskningsavdrag medgivits bland annat för hissar, värmepannor, centralkylanläggning, oljeeldningsaggregat och dylika dyrbarare anordningar, men däremot inte för rörledningar, värmeelement, kylskåp, spisar, markiser m. m. Avdraget beräknas i regel efter 5 % av anskaffningsvärdet. För oljeeldningsaggregat o. dyl. brukar dock värdeminskningsavdrag beräknas efter 10 %.

För sådana fasta maskiner och andra inventarier, för vilka vid fastighetstaxeringen skall redovisas särskilt maskinvärde, gäller reglerna om avdrag för värdeminskning å dylika tillgångar i förvärvskällan rörelse. Det bör framhållas att dessa bestämmelser praktiskt taget inte torde ha någon betydelse för inkomstberäkningen i förvärvskällan annan fastighet, eftersom särskilt maskinvärde skall åsättas endast sådana fasta maskiner, som är avsedda att i huvudsak direkt tjäna industriellt ändamål och sålunda inte bostadsändamål. Om en byggnad, som tidigare varit använd för industriellt ändamål, skulle omändras till bostadshus kan emellertid angivna bestämmelser bli tillämpliga.

Beräkning av värdeminskningsavdrag enligt indexvärdemetoden

Av redogörelsen för gällande rätt framgår att avskrivningsunderlaget för beräkning av värdeminskningsavdrag för byggnader utgöres av det för vederbörande beskattningsår gällande taxerade byggnadsvärdet eller av den faktiska anskaffningskostnaden, om tillfredsställande utredning kan förebringas rörande storleken av denna kostnad. Om särskilt värdeminskningsavdrag begäres för sådana fasta inventarier, som hör till byggnad, skall byggnadsvärdet resp. den faktiska anskaffningskostnaden minskas med anskaffningsvärdet för dessa inventarier, varefter värdeminskningsavdrag beräknas å den egentliga byggnadsdelen för sig och å inventariedelen för sig. Här förutsättes att fråga är om sådana inventarier, för vilka särskilt maskinvärde inte åsatts. Beträffan-

de inventarier, för vilka särskilt maskinvärde åsatts, hänvisas till avsnitt 4.

Enligt gällande bestämmelser skall det byggnadsvärde, som åsättes vid allmän fastighetstaxering, motsvara byggnadens allmänna saluvärde. Ett »allmänt saluvärde» är emellertid ett värde som aldrig torde kunna exakt beräknas, eftersom det med nödvändighet måste bli beroende av en mångfald olika faktorer. Det kan sålunda inträffa att ett i det enskilda fallet åsatt och lagakraftvunnet taxeringsvärde inte är i överensstämmelse med det allmänna saluvärdet. Med hänsyn härtill skulle alltså en fastighetsägare kunna göra gällande, att det byggnadsvärde, som åsatts en honom tillhörig fastighet, inte alls motsvarar byggnadens allmänna saluvärde och att han därför vill beräkna värdeminskningsavdraget på ett annat värde. En dylik begäran kan emellertid inte villfaras såvida inte anskaffningsvärdet är identiskt med det värde, varå värdeminskningsavdrag enligt fastighetsägarens förmenande bör beräknas, och detta värde kan styrkas genom en fullt godtagbar utredning. Såsom tidigare framhållits kan emellertid en dylik utredning endast mera sällan förebringas och torde då i allmänhet gälla nybyggda fastigheter som ännu inte hunnit byta ägare.

Även om sålunda det vid allmän fastighetstaxering åsatta byggnadsvärdet inte alltid motsvarar byggnadens allmänna saluvärde vid viss tidpunkt är dock byggnadsvärdet — liksom taxeringsvärdet i dess helhet — ett av offentligt organ efter särskild prövning fastställt värde, som efter en viss tid vunnit laga kraft. Detta lagakraftvunna värde får anses vara ett officiellt uttryck för fastighetens eller byggnadens allmänna saluvärde vid den tidpunkt, till vilken värdet hänför sig. Ett vid allmän fastighetstaxering åsatt byggnadsvärde bör därför likaväl som den verkliga anskaffningskostnaden kunna läggas till grund för beräkning av avdrag för värdeminskning av byggnaden vid tillämpning av en metod med indexreglerat avskrivningsunderlag. Detta värde eller den faktiska anskaffningskostnaden kommer alltså att fylla samma funktion som den faktiska (historiska) anskaffningskostnaden för en maskin kommer att göra vid tillämpning av indexvärdemetoden såvitt gäller avskrivning på maskiner och inventarier i förvärvskällan rörelse eller sålunda att utgöra det ursprungliga avskrivningsunderlag, som sedermera skall omvandlas i det aktuella beskattningsårets penningvärde. Vid tillämpning av en indexreglerad avskrivningsmetod kommer alltså en upp- eller nedräkning av det vid allmän fastighetstaxering åsatta byggnadsvärdet att äga rum under hela den löpande taxeringsperioden fram till den tidpunkt, då nytt byggnadsvärde vid nästföljande allmänna fastighetstaxering fastställes. Detta nya byggnadsvärde kommer då att läggas till grund för indexreglering av avskrivningsunderlaget under nästföljande period osv.

Det sålunda antydda förfaringssättet kan emellertid inte strikt upprätthållas med hänsyn till att under löpande taxeringsperiod nytaxering eller omtaxering av fastigheter äger rum på grund av att nya fastigheter tillkommer eller att äldre fastigheter undergår om- eller nybyggnad. Vid ny-, till- eller ombyggnad gäller att nytt taxeringsvärde under löpande taxeringsperiod eller sålunda vid särskild fastighetstaxering skall åsättas, om fastighets värde härigenom så förhöjts att därav föranledes en ökning av taxeringsvärdet med minst en femtedel. För den händelse nybyggnad ägt rum torde detta i allmänhet vara fallet. Vid till- eller ombyggnad får man däremot ganska ofta ingå i en bedömning av huruvida det tidigare åsatta taxerings-

värdet för fastigheten i dess helhet — sålunda inklusive markvärde och eventuellt parkvärde — till följd av till- eller ombyggnaden bör höjas med minst en femtedel. I detta sammanhang är även att märka att taxeringen, enligt vad tidigare framhållits, skall ske efter det allmänna prisläge och de uppskattningsgrunder i övrigt, som tillämpats vid den närmast föregående allmänna fastighetstaxeringen. Denna bestämmelse innebär sålunda, att man vid tillämpning av indexvärdemetoden inte kan godta det nya taxeringsvärdet som avskrivningsunderlag, eftersom detta värde författningsenligt skall vara angivet i det penningvärde som gällde vid föregående allmänna fastighetstaxering och inte i det penningvärde som gällde vid tiden för taxeringsvärdets åsättande. Följaktligen måste det nya taxeringsvärdet, om penningvärdet under mellantiden fallit, uppräknas med ledning av den indexhöjning som under denna tid ägt rum. I detta sammanhang kan anmärkas att det inte får uteslutas att vederbörande taxeringsnämnd vid åsättande av det nya taxeringsvärdet kan ha influerats av inträffade prisstegringar under perioden, i synnerhet om dessa — såsom i slutet av perioden — tillsammantagna varit mera betydande. Det nya taxeringsvärdet kan sålunda bli för högt i förhållande till det penningvärde som var rådande vid periodens ingång. Att beakta dylika omständigheter är emellertid inte möjligt utan får man förutsätta att det nya taxeringsvärdet åsatts efter det allmänna prisläge, som gällde vid den senaste allmänna fastighetstaxeringen.

Ett annat fall då nytt taxeringsvärde under löpande period skall åsättas är då »fortsatt bebyggelse skett å fastighet, som vid den tidpunkt, näst föregående taxering avsett, ej varit färdigbyggd». I detta fall gäller inte den tidigare berörda »femtedelsregeln» utan höjning av taxeringsvärdet skall äga rum oavsett höjningens storlek.

Även då en fastighets värde genom eldsvåda, nedrivning av byggnad eller annan anledning minskats på sådant sätt, att förändringen föranleder minskning av taxeringsvärdet med minst en femtedel, skall nytt taxeringsvärde åsättas.

Verkningarna av indexvärdemetoden vid beräkning av avdrag för värdeminskning å byggnader kan belysas genom följande exempel. En fastighet åsättes vid allmän fastighetstaxering år 1 ett taxeringsvärde av 350 000 kr, varav 50 000 kr markvärde och 300 000 kr byggnadsvärde. Byggnadsvärdet avser två byggnader, varav den ena — byggnad A — är uppförd av sten och den andra — byggnad B — är uppförd av trä. Av byggnadsvärdet belöper 200 000 kr på byggnad A och 100 000 kr på byggnad B. I slutet av år 1 brinner byggnad B ned till grunden. Vid den särskilda fastighetstaxeringen år 2 åsättes därför fastigheten ett taxeringsvärde av 250 000 kr, varav 50 000 kr markvärde och 200 000 kr byggnadsvärde. Fastighetsägaren beslutar sig för att i den nedbrunna byggnadens ställe uppföra en ny byggnad men av sten — byggnad C. Denna byggnad, som vid ingången av år 3 inte är fullt färdigställd, åsättes vid den särskilda fastighetstaxeringen år 3 ett byggnadsvärde av 100 000 kr och fastigheten i dess helhet sålunda ett taxeringsvärde av 350 000 kr, varav 50 000 kr markvärde och 300 000 kr byggnadsvärdet. Vid ingången av år 4 är byggnad C fullt färdigställd och åsättes vid den särskilda fastighetstaxeringen samma år ett byggnadsvärde av 150 000 kr. Fastigheten i dess helhet åsättes sålunda år 4 ett taxeringsvärde av 400 000 kr, varav 50 000 kr markvärde och 350 000 kr byggnadsvärde. Efter-

Tax.år	Index	Byggnad	Taxerat byggn.-värde	Index-regl. avskr.-underlag	Värde-minskn.-avdrag	Avskr.-procent
1	100	A	200 000	200 000	1 200	0,6
		B	100 000	100 000	1 000	1,0
			300 000	300 000	2 200	
2	105	A	200 000	210 000	1 260	0,6
3	110	A	200 000	220 000		
		C	100 000	110 000		
			300 000	330 000	1 980	0,6
4	115	A	200 000	230 000		
		C	150 000	172 500		
			350 000	402 500	2 415	0,6
5	120	A	200 000	240 000		
		C	150 000	180 000		
			350 000	420 000	2 520	0,6

som den allmänna fastighetstaxering, som skulle ha ägt rum år 5, blir uppskjuten till nästföljande år samt någon förändring av fastigheten inte ägt rum efter färdigställandet av byggnad C bibehålles vid den särskilda fastighetstaxeringen år 5 samma taxeringsvärde som åsatts fastigheten år 4. Index, som år 1 är 100, stiger därefter med fem enheter varje år eller sålunda år 2 till 105, år 3 till 110, år 4 till 115 och år 5 till 120. Värdeminskningsavdrag medges å det för resp. beskattningsår gällande indexreglerade byggnadsvärdet med 0,6 % för byggnad av sten och med 1 % för byggnad av trä. Indexreglerat avskrivningsunderlag och värdeminskningsavdrag för vartdera av beskattningsåren 1—5 framgår av ovanstående sammanställning.

Om särskilt värdeminskningsavdrag (efter en högre procentsats) begäres för värdeminskning av i byggnad ingående fasta inventarier skall enligt gällande bestämmelser värdet av dessa inventarier frånräknas taxerade byggnadsvärdet, varefter värdeminskningsavdrag beräknas efter en högre procentsats på inventarievärdet och efter en lägre procentsats på skillnaden mellan byggnadsvärdet och inventarievärdet. Med tillämpning av indexvärdemetoden skulle då förfaringssättet bli följande. Det antas att byggnad A i exemplet ovan är försedd med värmepannor, att dessa värmepannor, som avskrives efter 5 %, till ett värde av 3 000 kr ingår i det år 1 åsatta byggnadsvärdet, samt att fråga är om beräkning av värdeminskningsavdrag för år 2. Av sammanställningen ovan framgår att det indexreglerade avskrivningsunderlaget år 2 är 210 000 kr. Däri ingår då ett indexreglerat värde för värmepannor av 3 150 kr. Det indexreglerade avskrivningsunderlaget för byggnaden i övrigt utgör alltså 210 000—3 150 = 206 850 kr. Värdeminskningsavdrag medges för år 2 med 0,6 % av 206 850 kr = 1 241 kr och med 5 % av 3 150 kr = 157 kr eller alltså med tillhopa 1 398 kr.

Med hänsyn till de låga procentsatser som allmänt tillämpas vid beräkning av avdrag för värdeminskning å byggnader i förvärvskällan annan fastighet kan man givetvis ifrågasätta, om en index-

reglering av avskrivningsunderlaget under löpande taxeringsperiod är av behovet påkallad, då ny allmän fastighetstaxering enligt gällande bestämmelser är avsedd att äga rum efter en förhållandevis kort tidrymd samt ny- eller omtaxering under löpande period skall ske beträffande nyuppförda fastigheter resp. sådana äldre fastigheter, som genom ny-, till- eller ombyggnad mera väsentligt ökat i värde. Den föregående framställningen har emellertid varit avsedd att visa, på vad sätt en indexreglering av avskrivningsunderlaget under löpande taxeringsperiod rent tekniskt kan tänkas komma till stånd. I detta sammanhang må ånyo erinras om att bostadsföreningar, bostadsaktiebolag och allmännyttiga bostadsföretag enligt gällande rätt inte äger komma i åtnjutande av värdeminskningsavdrag för de ofta mycket stora byggnadskomplex som tillhör dessa skattesubjekt.

Med hänsyn till vad som tidigare anmärkts rörande 1961 års fastighetstaxeringsutrednings förslag om förlängd taxeringsperiod för den allmänna fastighetstaxeringen bör slutligen påpekas, att behovet av indexreglering av byggnadsvärdet givetvis kommer att öka, om taxeringsperioden skulle komma att förlängas.

5.2 Rörelse

Gällande rätt

Avdrag medges för värdeminskning å byggnad som är avsedd för användning i ägarens rörelse. Avdraget bestämmes i regel till viss procent av byggnadens värde, vilken procentsats fastställes med hänsyn till den tid under vilken byggnaden anses kunna utnyttjas. Vid denna bedömning skall beaktas jämväl sådana omständigheter som att byggnadens ekonomiska varaktighetstid kan antas komma att röna inflytande av framtida rationaliseringar, förändringar med hänsyn till teknikens utveckling, omläggning av verksamhet och liknande. I fråga om rent tillfälliga byggnader, avsedda att användas endast ett fåtal år, får byggnadskostnaden i sin helhet avdras för det år, då utgiften för byggnadens uppförande ägt rum.

Som exempel på procentsatser, vilka i praxis godkänts vid beräkning av avdrag för värdeminskning å byggnader i förvärvskällan rörelse, må nämnas:

å bruksverkstäder 3 % av anskaffningsvärdet;

å cellulosafabrik av sten 4 % av anskaffningsvärdet;

å chokladfabrik av sten 3 % av anskaffningsvärdet samt med 5 % av anskaffningsvärdet för byggnader av trä;

å mejeri 2 % av taxerade byggnadsvärdet resp. 2,5 % av anskaffningsvärdet;

å mekanisk verkstad av sten 3 % av anskaffningsvärdet;

å slakteri av sten 2 % av taxerade byggnadsvärdet;

å sågverk 3 % av bokförda värdet resp. 3 % av taxerade byggnadsvärdet;

å textilfabrik 2 % av bokförda värdet.

Med en byggnads värde i förvärvskällan rörelse avses i princip anskaffningsvärdet men om detta värde inte tillförlitligen kan utredas har i praxis det taxerade byggnadsvärdet under beskattningsåret lagts till grund för värdeminskningsavdragets beräknande. I byggnads värde inräknas ej värdet å sådana fasta maskiner och andra till byggnaden hörande inventarier, för vilka särskilt maskinvärde redovisats vid fastighetstaxeringen. För dessa maskiner och inventarier tillämpas de avskrivningsregler som gäller för inventarier i rörelse (planenlig och räkenskapsenlig avskrivning enligt punkterna 3

och 4 i anvisningarna till 29 § KL). Beträffande övriga maskiner och inventarier, vilkas värde ingår i det vid fastighetstaxeringen åsatta byggnadsvärdet, gäller däremot de för värdeminskning å byggnad tillämpliga bestämmelserna. Detta innebär dock inte att avskrivningen måste ske efter samma procentsats som för byggnaden i övrigt. Vanligtvis ligger procentsatsen för avskrivning på maskiner och inventarier högre än procentsatsen för avskrivning på den övriga delen av byggnaden.

Om utredning angående anskaffningsvärdet för byggnad kan företes möter inte hinder att beräkna värdeminskningsavdraget enligt avskrivningsplan för planenlig avskrivning. Den skillnaden föreligger emellertid i förhållande till reglerna om planenlig avskrivning på maskiner i förvärvskällan rörelse, att jämkning eller förskjutning av värdeminskningsavdrag för byggnad enligt dylik plan inte får ske. Har avdrag enligt planen inte kunnat utnyttjas vid inkomsttaxeringen ett visst år, har det således gått definitivt förlorat.

Om en i rörelse använd byggnad utrangeras eller nedrives och den skattskyldige kan förebringa utredning om anskaffningsvärdet och i beskattningsavseende åtnjutna värdeminskningsavdrag, får avdrag ske för vad som återstår oavskrivet av anskaffningsvärdet i den mån detta belopp överstiger vad som influtit vid avyttring av byggnadsmaterialier o. dyl. i samband med utrangeringen eller rivningen. Har byggnaden inte utrangerats eller nedrivits utan i stället försålts till ett pris understigande oavskriven del av anskaffningskostnaden, medges inte något utrangeringsavdrag. En icke avdragsgill kapitalförlust anses nämligen i sådant fall uppkomma.

Tidigare har framhållits att avdrag för värdeminskning å byggnad inte medges beträffande en- och tvåfamiljsfastigheter, för vilka schablonmässig beräkning av inkomsten äger rum. Om emellertid dylik fastighet delvis användes i ägarens rörelse skall denna del särskiljas från bostadsdelen, därvid en beräkning göres hur stor del av taxeringsvärdet som belöper på varje särskild del. För den del av fastigheten, som användes i rörelsen, tillämpas då vanliga grunder för beräkning av inkomsten, vilket bland annat medför att avdrag för värdeminskning å denna del av byggnaden kan medges.

Beräkning av värdeminskningsavdrag enligt indexvärdemetoden

Denna beräkning torde i huvudsak bli likartad med den beräkning som för motsvarande fall göres i förvärvskällan annan fastighet. Det blir sålunda i princip anskaffningskostnaden eller det vid senaste allmänna fastighetstaxering åsatta byggnadsvärdet som bildar grundval för uträkningen av det avskrivningsunderlag, varå värdeminskningsavdraget skall beräknas. I den mån i anskaffningskostnaden eller byggnadsvärdet ingår sådana maskiner eller andra inventarier, för vilka särskilt maskinvärde inte redovisats vid fastighetstaxeringen, får det indexreglerade värdet av dessa inventarier särskiljas från det indexreglerade värdet av byggnaden i övrigt, varefter värdeminskningsavdrag beräknas för inventarier och byggnad var för sig.

I fråga om sådana maskiner och inventarier, för vilka särskilt maskinvärde redovisats vid fastighetstaxeringen, gäller som tidigare framhållits reglerna om avskrivning på inventarier i förvärvskällan rörelse. I detta avseende hänvisas till avsnitt 4.

Vid tillämpning av indexvärdemetoden för det fall att utrangering eller

nedrivning av i rörelse använd byggnad ägt rum torde förfaringssättet bli följande. Det antas att det indexomräknade anskaffningsvärdet vid tidpunkten för nedrivningen av en byggnad är 13 439 kr samt att värdeminskningsavdrag åtnjutits med 4 % för vartdera av femton år eller sålunda med sammanlagt 60 %. Det oavskrivna värdet uppgår alltså till 40 % av 13 439 kr eller till 5 376 kr. Utrangeringsavdrag får då åtnjutas med sistnämnda belopp i den mån detsamma överstiger vad som influtit vid avyttring av byggnadsmaterialier o. dyl. i samband med rivningen.

Vad som tidigare anförts rörande behovet av indexreglering av avskrivningsunderlaget under löpande taxeringsperiod gäller i viss mån även byggnader i förvärvskällan rörelse. Även om avskrivningsprocentsatserna i sistnämnda förvärvskälla är högre än i förvärvskällan annan fastighet, kan man därför ifrågasätta, om en dylik indexreglering under löpande period har någon mera avgörande betydelse.

BILAGA 2

PM angående realisationsvinstskatt vid bostadsbyte

1. Frågans tidigare behandling

Spörsmålet om flyttande egnahemsägares beskattning har flera gånger varit uppe till debatt. I 1944 års allmänna skattekommittés betänkande nr III (SOU 1949:9 sid. 67 f.) och prop. 170/1951 sid. 39—42 diskuterades frågan om skattefrihet för realisationsvinst i dessa fall. I samband med motioner till 1959, 1960, 1961, 1962 och 1963 års riksdagar har likaså ställning tagits till frågan.

När 1944 års allmänna skattekommitté för sin del avvisade tanken, hänvisade kommittén främst till de tekniska svårigheterna, bl. a. svårigheten att avgöra, när en fastighet skulle anses ha använts huvudsakligen till bostad för den skattskyldige och hans familj, och när avflyttning skulle anses ha ägt rum från en ort till annan. Kommittén fann det vidare vara en risk, att med en skattefrihet av ifrågavarande slag vissa grupper av skattskyldiga skulle komma att gynnas framför andra i lika ömmande omständigheter. Departementschefen tillade i 1951 års proposition, att han icke funne något skäl för att den, som utbyter en realtillgång mot en annan liknande realtillgång, skulle i beskattningshänseende behandlas mera gynnsamt än den, som kanske av nödtvång utbyter en realtillgång mot en förmögenhetstillgång av annat slag.

I samband med ett motionsyrkande avseende hänsynstagande vid beskattningen till penningvärdets fall, hade Bevillningsutskottet 1959 (BevU 24/1959) tillfälle att återkomma till och bekräfta 1951 års ställningstagande. Frågan var även på annat sätt aktuell vid 1959 års riksdag. Vid denna genomfördes nämligen vissa ändringar i realisationsvinst- och skogsbeskattningen för underlättande av jord- och skogsbrukets yttre rationalisering (prop. 44/1959, BevU 43/1959). Såväl i propositionen som i utskottsbetänkandet anfördes i sistnämnda sammanhang med anledning av invändningar, att med denna lagstiftning en begränsad grupp skattskyldiga tillgodosåges, den synpunkten, att det här icke så mycket vore en viss kategori av skattskyldiga som fastmer en viss anledning till fastighetsförsäljning, som sattes i en särställning.

I sitt betänkande 43/1960, vilket blev föremål för skiljaktiga beslut i kamrarna, varigenom frågan föll, biföll Bevillningsutskottet motionsyrkanden om utredning rörande möjligheterna att från beskattning för realisationsvinst undanta vinst vid egnahemsförsäljning. I utskottsbetänkandet pekades på vikten att icke motverka en av arbetsmarknadspolitiska skäl önskvärd omflyttning av arbetskraft. Något spekulationsmoment funnes i allmänhet icke i egnahemsägandet, varför realisationsvinstbeskattningen i dessa fall måste anses strida mot det grundläggande syftet med denna beskattning. Den år 1959 tillkomna lagstiftningen på jordbruksrationaliseringens område borde enligt

utskottet tjäna till ledning vid utredningsarbetet. I en reservation påpekades å andra sidan den i 1959 års proposition och betänkande framhållna distinktionen mellan att särställa en anledning till försäljning och en kategori fastighetsägare. Det senare kunde inte utan stora svårigheter ske på ett från rättvisesynpunkt godtagbart sätt.

Vid 1961 års riksdag (BevU 23/1961) blev frågan behandlad på i huvudsak samma sätt som året dessförinnan. Utskottsmajoriteten tillstyrkte även denna gång en utredning, vilken emellertid borde inskränkas till den mera begränsade frågan om att från realisationsvinstbeskattning undanta vinst vid egnahemsförsäljning. I vissa motioner hade yrkats en utredning med vidare syftning, avseende även andra vinster sammanhängande med penningvärdets fall. Även denna gång föll emellertid hela frågan.

Vid 1962 års riksdag (BevU 26/1962) betonade utskottsmajoriteten, som hemställde om avslag på motionerna, att egnahemsförsäljning av arbetsmarknadsskäl i huvudsak torde drabba avfolkningsorter, där fastighetsförsäljning ofta nog medförde förlust och inte vinst. Liksom skett i tidigare reservationer erinrades även om att den, som placerat sina tillgångar i realvärden, i varje fall intoge en mer gynnad ställning än den, som nedlagt sina besparingar i icke värdebeständiga tillgångar. Utskottet erinrade emellertid om att frågan inginge i värdesäkringskommitténs direktiv, enligt vilka realisationsvinstreglerna kunde tas upp till omprövning. Riksdagen avslog motionerna. Motsvarande behandling fick frågan vid 1963 års riksdag (BevU 22/1963).

2. *Gällande rätt*

Den principiella grund, på vilken vår realisationsvinstbeskattning vilar, är att kapitalvinster i och för sig skall vara skattefria, men att avkastningen av spekulativ verksamhet skall tas till beskattning. Eftersom kriteriet »spekulationssyfte» erbjuder tekniska svårigheter vid tillämpningen, har man i vårt liksom i många andra länder stannat för att skapa en rättslig fiktion av spekulationssyfte i de fall, då egendom förvärvats genom köp, byte eller därmed jämförligt fång och avyttrats inom viss begränsad tid från förvärvet, för fastighet tio år. Modifikationer härutinnan har gjorts, dels i utvidgande riktning för att hindra vissa kringgåendeförfaranden vid gåvoöverlåtelse mellan närskylda, dels i inskränkande riktning för att hindra obilliga verkningar av spekulationsfiktionen.

Dessa inskränkningar är av fyra slag. För det första är tvångsavyttring genom expropriation eller under likartat tvång skattefri (35 § 4 mom. 1 st. KL). Tiden för innehavet är i ett sådant fall inte användbar som indicium på det spekulativa syftet, eftersom den kommit att bestämmas utan den skattskyldiges medverkan. Endast om det skäligen kan antagas, att avyttringen skulle ägt rum även utan tvång, kan beskattning i detta fall äga rum.

Den andra inskränkningen tar sig uttryck i den 1951 genomförda avtrappningsregeln, som innebär, att vid avyttring efter sju men inom tio år från förvärvet en för vart år med 25 % reducerad del av vinsten tas till beskattning (35 § 2 mom. 3 st. KL). Skälet härtill är att det ansetts önskvärt att uppmjuka gränsen mellan de fall, då skatteplikten är fullständig, och de fall, då avyttring är skattefri. Med denna regel har också, låt vara på ett schablonartat sätt, hänsyn tagits till att penningvärdets fall kan tänkas spela en större roll för vinstens uppkomst vid längre innehavstid än vid kortare sådan.

Den tredje inskränkningen, som avser skattefrihet vid vissa fusioner, går ut på rättsligt erkännande av den ekonomiskt sett reella identiteten mellan moder- och dotterbolag i dessa fall (5 p. anv. t. 35 § KL).

Den fjärde inskränkningen, slutligen, hänför sig till vinst, vilken uppkommit genom sådan avyttring av fastighet eller fastighetsdel, som utgör led i åtgärder för jordbrukets eller skogsbrukets yttre rationalisering (35 § 4 mom. 2 st. KL). I detta fall stadgas ingen inskränkning för de fall, då det skäligen kan antagas, att avyttringen oavsett rationaliseringsanledningen skulle ha ägt rum.

Det har anmärkts beträffande regeln om skattefrihet vid expropriation, att den skattefrihet, som därigenom stadgas, inte innebär en fullständig skattelättnad för den, som tvångsvis avyttrar viss egendom. Om sålunda regeln tillämpas vid tvångskonvertering av obligationer, börjar ny innehavstid löpa för ägare av utbytt obligation, och denne kan sålunda inte skattefritt avyttra tillbytt obligation förrän fem år förflutit från konverteringen. På samma sätt kan den egnahemsägare, vars fastighet exproprierats, inte förvärva ny fastighet utan att riskera realisationsvinstbeskattning vid försäljning inom tio år från förvärvet, han må ha ägt den exproprierade fastigheten aldrig så lång tid. Enkelt uttryckt är det sålunda endast *avyttring* på grund av expropriationstvång, inte motsvarande *förvärv*, som genom lagstiftningen frånkänts den karaktär av indicium på spekulationssyfte, som normalt tillkommer onerösa transaktioner av detta slag.

I samband med rationaliseringsavyttringarna på jordbrukets område har lagstiftaren tagit hänsyn härtill. Medan således i 35 § 4 mom. 2 st. KL stadgas skattefrihet för sådan avyttring, innehåller 35 § 2 mom. 5 st. en regel, jämlikt vilken den, som inom två år efter detta slags avyttring förvärvat annan jordbruksfastighet eller del därav, om han sedermera avyttrar den sist förvärwade egendomen, vid realisationsvinstbeskattningen får avyttringen bedömd som om han förvärvat denna fastighet eller fastighetsdel genom sådant fång och på sådan tid, som gällde för den genom rationaliseringsåtgärden frånhända fastigheten. Den som genom rationaliseringsåtgärd byter till sig en ny fastighet eller som efter avyttring av en fastighet köper en annan, blir således under alla förhållanden fri från skatt på den genom rationaliseringsavyttringen realiserade vinsten, men undgår samtidigt att genom bytet komma i en sämre situation i avseende på realisationsvinstbeskattningen än den han skulle varit i, om han inte gått med på rationaliseringsåtgärden. Det enda undantag, som kan tänkas härifrån, är det fall, då den ursprungligen förvärvade egendomens värde sjunkit under innehavstiden, den nyförvärvade egendomens värde däremot stigit, och sistnämnda egendom avyttras inom tio år från förvärvet av den förra — ett tämligen teoretiskt fall.

3. Möjliga lösningar

Med denna redogörelse för gällande rätt har samtidigt getts bakgrunden till de tänkbara principlösningarna för frågan om realisationsvinstbeskattning för egnahem.

3.1 Hel frihet från realisationsvinstbeskattning för egnahem

En lösning är kanske att betrakta som den enklaste, nämligen att helt befria egnahem, där ägaren är bosatt, från realisationsvinstbeskattning. Spekulationsmotivet torde i detta sammanhang inte vara särskilt framträdande, och om

det finns, gör bosättningskravet det sannolikt mindre lockande att enbart för skattevinstens skull söka göra sig en vinning genom köp och försäljning av detta slags fastigheter. Gränsdragningsproblemet skulle lösas genom en hänvisning till reglerna om det s. k. 200-kronorsavdraget i 25 § 3 mom. 2 st. KL, och lagtexten skulle alltså kunna utformas så:

35 § 2 mom. 6 st. KL:
För skattskyldig, vilken för beskattningsåret eller för något av de närmast föregående två beskattningsåren varit berättigad till avdrag jml 25 § 3 mom. 2 st., anses vinst vid avyttring av med avdraget avsedd fastighet eller del av fastighet icke såsom skattepliktig realisationsvinst.

En teknisk utformning av bestämmelsen sådan som den nu angivna lämnar möjlighet för variationer, såvitt avser den tid, under vilken man kräver bosättning å fastigheten, för att skattefrihet skall åtnjutas. Uppenbarligen vore det sakligt otillfredsställande att förutsätta, att skattefriheten för realisationsvinst skulle gå förlorad redan genom en kortare uthyrning under tid innan avtal om försäljning av fastigheten hinner slutas. En tvåårsfrist synes härvidlag vara lämpligt tillmätt. Man kan vidare diskutera, huruvida det bör krävas att den skattskyldige varit berättigad till 200-kronorsavdrag under hela den tid han innehaft fastigheten. Det torde emellertid vara rimligt att inskränka kravet på bosättning så, att en tillfällig bosättning på annat håll, t. ex. för en vikariatstjänstgöring e. d., från vilken den skattskyldige återvänt, icke skall prekludera möjligheten att vid senare definitiv avflyttning åtnjuta skattefrihet för realisationsvinst vid fastighetsförsäljning.

Möjligen kunde man även tänka sig den ytterligare begränsning i skattefriheten, att man införde orden »vinst vid avyttring på grund av bostadsbyte». Någon större betydelse skulle en sådan begränsning likväl knappast få.

Skäl synes tala för ett likställande av egnahemsfastigheter och sådana andelar i bostadsrättsföreningar och bostadsaktiebolag, med vilka är förbunden besittningsrätten till bostadslägenhet, där den skattskyldige på motsvarande sätt varit bosatt. Det är numera icke ovanligt, att t. ex. gruppbebyggelse ordnas i föreningsform. Det vore otillfredsställande, om realisationsvinst vid avyttring av en andel av detta slag skulle behandlas mindre gynnsamt än avyttring av egnahemsfastighet, även om det bör anmärkas, att bostadsrättens egenskap av lös egendom gör en sådan inadvertens mindre framträdande, då skattefrihet för vinst vid avyttring ju inträder redan efter fem år. Lagtexten skulle kunna utformas på följande sätt:

35 § 2 mom. 7 st. KL:
Skattepliktig realisationsvinst skall ej heller anses föreligga, när vinst uppkommit genom avyttring av andel i bostadsrättsförening eller bostadsaktiebolag, i den mån med densamma är förenad rätt till bostadslägenhet, vilken den skattskyldige under beskattningsåret eller något av de två föregående beskattningsåren använt som bostad under sådana omständigheter, att han blivit mantalsskriven å föreningens eller aktiebolagets fastighet.

En ytterligare justering av dessa regler skulle kunna göras med hänsyn till att en del av fastighet resp. av en bostadsrättslägenhet kan tänkas ha använts i den skattskyldiges rörelse. Det synes emellertid för det fåtal fall, som härvid kan komma i fråga, knappast finnas skäl att göra en specialreglering. De skäl, som talar för att tillskapa en

skattefrihet för flyttande egnahemsägare, gör sig ju med ofta nog samma styrka gällande för den, som samtidigt är rörelseidkare, som för den, vars fastighet enbart användes till bostad.

Vad man kan invända mot en skattefrihet efter dessa linjer är främst, att därmed en privilegierad grupp av realisationsvinster skapas, utan garantier för att inte lika ömmande fall återfinns även inom andra kategorier. Den som av ekonomiskt nödtvång finner sig behöva sälja t. ex. en värdepapperspost eller ett konstverk, kan känna sig illa behandlad i jämförelse med den, som griper tillfället att i en gynnsam konjunktur med vinst avyttra sitt egnahem för att söka sig en annan, kanske mindre kapitalkrävande bostad. Inte sällan händer det väl även, att egnahemsavyttring just i avfolkningsdistrikt sker med förlust. De föreslagna reglerna skulle innebära, att en sådan förlust icke skulle kunna utnyttjas till avdrag mot samma år redovisad, skattepliktig realisationsvinst. Därmed skulle en låt vara säkerligen obetydlig kategori av skattskyldiga komma i ett sämre läge genom den föreslagna lagstiftningen.

Det måste också framhållas, att den föreslagna skattefriheten skulle avse en kategori av vinster, nämligen markvärdestegringsvinster, som tarditionellt brukat anses i högre grad än andra kapitalvinster utgöra ett lämpligt objekt för beskattning, även om en praktisk form härför visat sig svår att finna. Den typ av markspekulation, mot vilken förslagen om indragning av oförtjänt markvärdestegring särskilt riktats, har emellertid knappast samma karaktär i de här berörda fall, då ägaren själv bebor fastigheten, som i de fall, då det är fråga om obebyggd tomtmark eller av ägaren ej bebodd fastighet. Man kan i sammanhanget erinra om att det vid beskattning av jordstyckningsrörelse i praxis har brukat göras skillnad mellan å ena sidan mangårdsbyggnaden och därtill hörande tomt och å andra sidan kringliggande mark, i det att endast den senare plägat hänföras till lager i jordstyckningsrörelse. Men det måste också påpekas, att någon motsvarande differentiering icke göres i de fall, då byggmästare uppför fastigheter för att själv bebo dem och sedermera avyttra dem. I sådana fall bedöms fastigheterna utgöra omsättningstillgångar i rörelsen även vid försäljning efter mycket lång tid.

Det finns således skäl både för och emot en fullständig skattefrihet för realisationsvinst vid egnahemsförsäljning. Därmed aktualiseras frågan huruvida det vore möjligt att med ett mindre långtgående ingrepp råda bot på de mest framträdande av de missförhållanden, som påtalats i samband med dessa realisationsvinsters beskattning, sådan denna nu är ordnad.

3.2 Uppskov med beskattningen

A. Exempel i gällande rätt

Det väsentligaste problemet är avgränsningen av det skatterättsliga begreppet realisation. Orealiserad värdestegring beskattas i princip icke, utan skattskyldighet för värdestegringsvinst uppkommer först när den realiserats. Tidpunkten för realisationen är avgörande för fastställande av huruvida en skattefri kapitalvinst föreligger eller det är fråga om vad som i lagens mening är en spekulationsvinst, som helt eller delvis skall beskattas.

Gränsen för vad som skall förstås med realisation är inte självklar. Skäl kunde tala t. ex. för att skattemässigt såsom realisation betrakta de under senare år låt vara sällsynta fall, då en skattskyldig genom att successivt öka belå-

ningen av sin fastighet tillgodogör sig värdestegringen på den. Tillräcklig likviditet för utgörandet av skatten på värdestegringen kan i sådana fall vara för handen. Går belåningen tillräckligt långt, kan likviditetsskälen närmast tala för ett sådant tidigareläggande av beskattningen, eftersom en hög belåning medför motsvarande mindre kontantlikvid vid försäljning. Detta skulle motivera en utsträckning av realisationsbegreppet.

Å andra sidan kan en avyttring sägas innebära ett mindre påtagligt likviditetstillskott i de fall, då motsvarande tillgång av samma slag anskaffas för avyttringslikviden, än i de fall, då medlen uppfattas som tillgängliga för fri disposition. Det är här utan tvivel möjligt att dra paralleller till sådana företeelser på företagsbeskattningens område som möjligheterna att bibehålla dolda reserver i varulager och användandet av nettometoden vid inventarieavskrivning. Den realiserade dolda reserven i ett varulager behöver inte tas fram till beskattning, om och i den mån den täcks av tillåten ny reservbildning genom nedskrivning av lagertillgångar, inköpta till ersättning för de avyttrade. Skatten på bokföringsmässig vinst vid avyttring av inventarier kan uppskjutas genom att motsvarande avskrivning företas på nyanskaffade inventarier. Är lageruppbyggnad av prisskäl ogynnsam, kan reserven med tillämpning av den s. k. första supplementärregeln (1 p. 6 st. anv. t. 41 § KL) bibehållas över ett årsskifte och behöver endast delvis tas fram till beskattning det följande. Bestämmelserna om eldsvådefonder och fartygsinvesteringsfonder ger likartade men mera vittgående möjligheter till vidareförande av dold reserv i andra sammanhang, där en omedelbar ersättning av realiserad tillgång stöter på vanskligheter.

Man kan i dessa fall tala om en skatterättsligt erkänd, *funktionell identitet* mellan avyttrade tillgångar och tillgångar anskaffade till ersättning för dem. Man ser frågan, huruvida realisation ägt rum, icke med utgångspunkt från den enskilda, fysiska tillgången, utan från tillgångskategorien, funktionellt snarare än reellt.

Det finns naturligtvis stora områden, där ett sådant betraktelsesätt inte gör sig gällande. Framför allt gäller detta på realisationsvinstbeskattningens område. Realisation anses föreligga i praktiskt taget alla fall av kapitalomplacering, och hänsyn tas inte till den skillnad, som ekonomiskt sett kan anses föreligga mellan å ena sidan omplacering och å andra sidan framtagande av medel för konsumtion.

I avseende på fastighetsavyttring finns det emellertid, som redan antytts, vissa drag i lagstiftningen, som kan sägas ge uttryck för det funktionella betraktelsesätt, som här berörts. Det äldsta exemplet är ägobyte i samband med laga skifte. Den juridiska fastighetsenheten är här oförändrad, även när dess utläggning på marken förändras. Skattelagstiftningen betraktar här, anknytande till civilrättens gestaltningsformer, den juridiska fastighetsenheten som avgörande, alltså inte den fysiska marktillgången.

Av långt senare datum är 1959 års lagstiftning för underlättande av jordbrukets rationalisering. Beträffande realisationsvinstbeskattningen innebar denna lagstiftning såtillvida något annat och mera än enbart genomförandet av ett funktionellt betraktelsesätt, som skattebefrielse infördes för alla realisationsvinster uppkommande vid detta slags avyttring, oavsett huruvida nyanskaffning av likartad egendom skedde eller icke. Men i avseende på tidsfristberäkningen och bedömningen av frå-

gan om realisationsvinstgrundande fång för nyanskaffad egendom kan sägas, att betraktelsesättet i fråga tillämpats.

Det kom också till uttryck i den samtidigt införda KF om uppskov i vissa fall med beskattning av intäkt av skogsbruk (SFS 1959:129). I denna förordning stadgas för jordbruksrationaliseringsfallen rätt till uppskov med eljest förfallande skatt på intäkt genom avyttring av växande skog i samband med avyttringen av marken. Förutsättningen för uppskovet är att jämförlig egendom förvärvas genom avtal träffat inom två år efter avyttringen. Det för ägaren gällande ingångsvärdet och ingående virkesförrådet för skogen på den förvärvade egendomen skall genom uppskovet anses ha nedgått i motsvarande mån — den latenta skatteskulden blir alltså bestående. På detta område, som står realisationsvinstbeskattningen nära, har principen alltså blivit genomförd i sin rena form.

B. Amerikansk rätt

De tekniska förutsättningarna för att genomföra samma princip även beträffande vinst vid avyttring av egnahem synes vara för handen. Ett exempel på hur problemet lösts lämnas i den amerikanska skattelagstiftningen, International Revenue Code av 1954, Section 1034, som behandlar beskattningen vid försäljning eller utbyte av bostad. Bestämmelsen i fråga har visserligen kritiserats, men kritiken har därvid inte riktats mot dess principiella innehåll utan närmast mot den detaljrikedom, varmed den utformats. I nu förevarande sammanhang, när uppgiften är att söka inventera de praktiska problemen vid genomförandet av en bestämmelse av detta slag, kan denna detaljrikedom snarast betraktas som en fördel.

Den citerade amerikanska paragrafen innebär, att vinst i viss omfattning icke skall anses realiserad vid avyttring av egendom, som utgjort den skattskyldiges »principal residence» — alltså, översatt till svenska förhållanden, den bostad, på vilken ägaren varit eller bort vara mantalsskriven. Förutsättningen är, att ny bostad förvärvats inom en period, sträckande sig från ett år före till ett år efter avyttringen av den gamla bostaden. Man observerar här skillnaden mot reglerna om uppskov med beskattningen vid inkomst av skogsbruk. Det ter sig naturligt att underlätta byte av bostad även för personer, förtänksamma nog att inte sälja den gamla förrän den nya förvärvats. Å andra sidan stadgar en särskild regel, att någon skattebefrielse inte äger rum, om den skattskyldige både hinner köpa och sälja den nya fastigheten, innan den gamla hunnit säljas, och att, om han hinner köpa och flytta in i flera bostäder fram till dess ett år förflutit efter avyttringen av den gamla, endast den sista av dessa nya bostäder skall anses innebära hans nya bostad i avseende på skattelättnaden i fråga. En annan likartad begränsning stadgar, att skatteuppskov inte skall åtnjutas, om den skattskyldige inom den tolvmånadersperiod, som föregått försäljningen av hans gamla bostad, med vinst avyttrat en tidigare innehavd bostad och för denna vinst åtnjutit skatteuppskov enligt Section 1034.

Skatteuppskovet innebär, att vinst vid avyttring av gammal bostad skall anses realiserad endast till den del försäljningspriset vid avyttringen av den gamla bostaden överstiger anskaffningskostnaden för den nya bostaden. I gengäld skall den i kapitalvinstskattehänseende gällande anskaffningskostnaden för den nya bostaden reduceras med ett belopp, motsvarande den kapitalvinst, som skulle ha ansetts realiserad, om bestämmelsen i fråga inte funnits,

men som på grund av uppskovsregeln inte blivit beskattad. Härom stadgas även i Section 1016 (a) (7). Innehavstiden för den nya bostaden inkluderar tiden för innehav av den gamla [Section 1223 (7)].

Det väsentliga som man här skall lägga märke till är alltså för det första, att beskattning inträder i den mån det blir pengar över vid bytet mellan den gamla och den nya bostaden — principen att vid beskattningen ta hänsyn till den skattskyldiges skatteförmåga sådan den kommer till uttryck i hans likviditet har alltså här följts. För det andra är det viktigt att konstatera, att det inte är fråga om någon definitiv skattelättnad, eftersom anskaffningskostnaden för den nya bostaden reduceras med den vinst, som undgår beskattning, och samma vinst alltså kommer fram till beskattning — med mindre uppskovsförutsättningar återigen föreligger — så snart avyttring sker av den nya bostaden.

Vid bestämningen av vad som erhållits vid avyttringen av den gamla bostaden tas särskild hänsyn till försäljningsomkostnader. Det kan ske på två olika sätt. Sedvanliga försäljningskostnader reducerar på normalt sätt den beräknade kapitalvinsten vid försäljningen. Men därutöver kan även förekomma omkostnader för att ställa huset i ordning inför försäljningen. När sådana inte är avdragsgilla vare sig vid kapitalvinstberäkningen eller såsom löpande omkostnad, kan de likväl tillåtas reducera den beräknade försäljningslikviden, om de står i strängt tidsmässigt sammanhang med försäljningen, nämligen så att de avser arbeten under en 90-dagarsperiod före avyttringen och betalats senast 30 dagar efter densamma [Section 1034 (b)]. Dessa kostnader kallas »fixing-up expenses», vilket kan tänkas belysa deras typiska karaktär [Reg. § 1. 1034—1 (b) (6)]. I övrigt beräknas det erhållna beloppet vid försäljning enligt sedvanliga grunder, på vilkas innebörd här inte särskilt behöver ingås. Avdraget för »fixing-up expenses» synes alltså endast ha betydelse för beräkning av den skillnad mellan beräknad försäljningslikvid och utgivet belopp för den nya bostaden, för vilken i förekommande fall skatteuppskov ej åtnjutes, inte för kapitalvinstberäkningen som sådan.

Särskild uppmärksamhet har ägnats de fall, då en skattskyldig själv uppför eller låter uppföra den nya bostaden. Främst gäller detta anskaffningskostnaden, som endast tillåts omfatta kapitalutlägg under den för skatteuppskov stadgade perioden, alltså i princip fram till ett år efter avyttringen av den gamla fastigheten. Men genom särskilt stadgande har för det fall, då en nybyggnad påbörjats inom nämnda period, tiden i fråga förlängts till 18 månader från avyttringen av den gamla bostaden. Samma tidsförlängning gäller även i avseende på stadgandet om förvärv av flera nya bostäder inom ett år. Därigenom bereds en skattskyldig möjlighet att temporärt förvärva en ny bostad medan en tredje bostad börjar byggas — i den mån den senare påbörjas inom ett år från avyttringen av den gamla bostaden kan han ta skatteuppskov i anspråk för så stor del av försäljningslikviden för den första bostaden, som motsvaras av inom en 18-månadersperiod från dennas försäljning nedlagda kapitalkostnader på den nybyggda.

I Section 1034 (f) medges samma rätt till uppskov med kapitalvinstskatt för innehavare av andelsrätt i ett kooperativt bostadsbolag, om den med försåld resp. förvärvad andel förbundna bostadslägenheten användes som hans huvudsakliga bostad.

Beträffande äkta makar stadgas i Sec-

tion 1034 (g) en möjlighet för sådana att frivilligt få uppskovsregeln tillämpad på sig även i det fall, att äganderätten till den nya fastigheten helt eller delvis tillkommer den av makarna, som förut icke eller icke helt ägt den gamla fastigheten. Förutsättningen är, att makarna går med på att den nya fastigheten i sin eller sina ägares händer får det lägre skattemässiga anskaffningsvärde, som uppskovsregeln föranleder. Ändras äganderättsförhållandena mellan makarna i förhållande till vad som gällde beträffande den tidigare innehavda fastigheten, innebär detta i praktiken, att den latenta skatteskulden för den kapitalvinst, för vilken skatteuppskov åtnjutits, kommer att överflyttas på andra maken i proportion till dennes ökade andel i fastighetsägandet.

Enligt Section 1034 (h) förlängs ettårsfristen vid militärtjänst, som sträcker sig utöver 90 dagar, dock icke längre än upp till fyra år från avyttringen av den gamla bostaden.

Enligt amerikansk praxis stadgas särskilda preskriptionsregler [Section 1034 (j)], som i detta fall innebär, att skattemyndighet utan hinder av vad eljest sägs om taxerings lagakraftvinnande skall ha rätt att ta till beskattning vinst vid avyttring av huvudsaklig bostad inom tre år från det att den skattskyldige meddelat, antingen vilken hans kostnad varit för förvärv av sådan ny bostad, på vilken han grundar krav på skatteuppskov, eller sin avsikt att icke förvärva ny bostad inom den föreskrivna perioden, eller sitt misslyckande med försök att anskaffa en sådan bostad inom nämnda period.

C. Möjligheterna att tillämpa de amerikanska principerna i svensk rätt

De slutsatser man kan dra av denna redogörelse för den amerikanska rättens innehåll kan nu peka i olika riktningar. Det är utan tvivel möjligt att i den amerikanska lagstiftningens komplicerade karaktär finna motiv för ett avvisande av motsvarande metoder för vår rätts del. Å andra sidan kan man inte frigöra sig från tanken, att det vore möjligt att i en enklare form än den amerikanska nå i huvudsak de resultat, som från rättvisesynpunkt kan anses motiverade i detta hänseende. En svensk lagstiftning skulle i anslutning till vår traditionella lagstiftningsmetod kunna göras enklare och likväl i stort sett ge de fördelar man vill uppnå.

I första hand bör härvid uppmärksammas, att det inte är nödvändigt att låta byte av bostad innebära en definitiv skattevinst i de fall, då den nya bostaden säljes innan tio år förflutit från förvärvet av den gamla. En sådan definitiv skattefrihet kan visserligen bli resultatet av ett byte av jordbruksfastighet enligt 1959 års lagstiftning, men detta behöver inte vara bindande för lagstiftaren i fråga om egnahemsägarna.

I princip borde man därför göra stadgandet sådant, att det endast medför ett uppskov med beskattningen. Å andra sidan kan det möjligen anses lämpligt att bibehålla den regel, som gäller även enligt 1959 års lag, enligt vilken man vid avyttring av den nya fastigheten i avseende på tiden och arten för fånget har att utgå från fånget av den tidigare fastigheten. Alldeles nödvändigt är emellertid detta inte. Det kan bl. a. vara värt att påpeka, att en sådan bestämmelse i likhet med regeln i 35 § 2 mom. 5 st. KL i förekommande fall torde få skrivas så, att därunder inbegripes icke endast de fall, då skatteuppskov medgivits enligt det nu föreslagna stadgandet, utan även sådana, där det ursprungliga förvärvet varit ett icke realisationsvinstgrundande fång.

Tidsgränsen enligt den amerikanska lagen torde i flertalet fall vara tillräcklig — det kan i sammanhanget knappast föreligga sådana behov som beaktats i förordningarna om fartygs- och eldsvådefonder, där treåriga, på ansökan till sexåriga förlängda perioder stadgats. Stadgas en tolvmånadersperiod, vinner man den fördelen, att särskilda processuella bestämmelser i regel blir obehövliga. Å andra sidan bör även en motsvarande period bakåt i tiden föranleda skatteuppskov, eftersom det inte bör anses orimligt att en skattskyldig försäkrar sig om ett nytt hem innan han träffar avtal om avyttring av det gamla.

D. Lagförslag

En lagstiftning av denna innebörd skulle kunna utformas t. ex. i överensstämmelse med följande:

Förslag till lag om ändring i kommunalskattelagen den 28 september 1928 (nr 370)

Härigenom förordnas, *att* 35 § 2 och 4 mom. kommunalskattelagen den 28 september 1928 skola erhålla ändrad lydelse på sätt nedan angives, *samt att* till anvisningarna till 35 § samma lag skall fogas en ny punkt, betecknad 7, med den lydelse nedan sägs.

35 §.

2 mom. Till intäkt — — — tid (realisationsvinst).

Har egendom — — — jämförligt fång.

Såsom skattepliktig — — — undantag, räknas:

a) då fråga är om vinst genom avyttring av fastighet:

— — —

b) då fråga är om vinst genom avyttring av annan egendom än fastighet:

— — —

Vad ovan — — — å tomträtt.

Har jordbruksfastighet — — — nämnda del.

Har avyttring skett av fastighet eller andel i bostadsförening eller bostadsaktiebolag vilken förvärvats under sådana omständigheter, som medfört uppskov med beskattning av realisationsvinst jämlikt 4 mom. 3 st. nedan, eller har förvärvet, utan att förutgående avyttring medfört skattepliktig realisationsvinst, skett under sådana omständigheter, som kunnat grunda rätt till uppskov med beskattning av realisationsvinst, om skattepliktig sådan i stället förelegat, skall frågan huruvida fastigheten eller andelen förvärvats genom sådant fång och varit i den skattskyldiges ägo under sådan tid, att vinst vid avyttringen utgör skattepliktig realisationsvinst, bedömas med hänsyn till det fång, varigenom den först avyttrade egendomen förvärvats. Om allenast en del av den sist avyttrade egendomen kan anses ha ersatt den först avyttrade, skall vad nu sagts gälla nämnda del.

4 mom. Vinst, som — — — mot engångsersättning.

Såsom skattepliktig — — — yttre rationalisering.

Har den skattskyldige avyttrat fastighet *(den gamla fastigheten)*, för vilken intäktsberäkningen skolat ske med tillämpning av 24 § 2 mom., och å vilken han för året före taxeringsåret eller för något av de två närmast föregående åren blivit mantalsskriven, och har han genom avtal, träffat mindre än ett år före avyttringen eller högst ett år efter densamma, förvärvat en annan sådan fastighet *(den nya fastigheten)*, å vilken han blivit mantalsskriven eller kan bedömas skola bliva mantalsskriven, skall den skattskyldige, därest han så yrkar, erhålla uppskov med beskattningen av den enligt 2 mom. skattepliktiga realisationsvinsten. Om det belopp, som efter

avdrag för försäljningsomkostnader erhållits vid avyttringen av den gamla fastigheten, överstiger det belopp, som utgivits för den nya fastigheten, må uppskov dock icke åtnjutas beträffande den del av vinsten, som motsvarar skillnaden mellan dessa båda belopp. Vid realisationsvinstberäkning i samband med avyttring av den nya fastigheten skall den verkliga anskaffningskostnaden minskas med hela beloppet av den vinst, med vars beskattning uppskov sålunda erhållits. Vid tillämpning av detta stadgande jämställes med fastighet sådan andel i bostadsförening eller bostadsaktiebolag, varmed är förbunden rätten till bostad, varå den skattskyldige för motsvarande tid blivit eller bedöms skola bliva mantalsskriven.

Anvisningar till 35 §.

7. Företager den skattskyldige nybyggnad eller sådan om- eller tillbyggnad, som jämlikt 12 § föranleder särskild fastighetstaxering, skall vid tillämpning av 4 mom. 3 st. såsom förvärvskostnad för den nya fastigheten räknas även sådan kostnad för ny-, till- eller ombyggnad, som nedlagts under en tid icke överstigande två år från det att den gamla fastigheten avyttrades. Såsom förvärvskostnad för ny fastighet räknas även sådan här avsedd ny-, till- eller ombyggnadskostnad, som under den i 4 mom. 3 st. nämnda tid nedlagts å fastighet, vilken redan dessförinnan ägts eller innehafts av den skattskyldige, utan att denne där mantalsskrivits eller skolat mantalsskrivas.

Prövningsnämnd äger att på ansökan av den skattskyldige medgiva uppskov med realisationsvinstbeskattning även där ny fastighet förvärvats eller kostnad för ny-, till- eller ombyggnad nedlagts upp till två år senare än vad som enligt 4 mom. 3 st. eller enligt vad ovan stadgats eljest är medgivet, därest den skattskyldige visar, att han av sjukdom, militär tjänstgöring, myndighets påbud eller förbud eller annan liknande anledning varit förhindrad att förvärva ny fastighet eller företaga ny-, till- eller ombyggnad inom sådan tid.

Fråga om uppskov med realisationsvinstbeskattning må, när uppskovsgrundande nyförvärv eller ny-, till- eller ombyggnad av fastighet skett före eller under beskattningsåret, på därom i deklaration eller annorledes framställt yrkande prövas av taxeringsnämnd. Fråga om uppskov med realisationsvinstbeskattning i annat fall prövas av prövningsnämnden i det län, där den skattskyldige skolat taxeras till statlig inkomstskatt för det beskattningsår, varunder avyttringen ägde rum. Ansökan om uppskov skall vara inkommen till prövningsnämndens kansli före utgången av året efter det år, varunder uppskovsgrundande förvärv eller ny-, till- eller ombyggnad av fastighet verkställts. Har ansökan gjorts hos annan prövningsnämnd än som vederbort, skola handlingarna omedelbart översändas till kansliet hos den prövningsnämnd som har att pröva ansökningen.

Konungen äger utfärda för tillämpning av denna lag erforderliga föreskrifter.

Denna lag träder i kraft dagen efter den, då lagen enligt därå meddelad uppgift utkommit från trycket i Svensk författningssamling, men skall icke äga tillämpning i fråga om sådan avyttring av fastighet som verkställts före år 1964.

E. Detaljmotivering

Med hänsyn till värdet av att de skattskyldigas likviditet inte onödigtvis ansträngs genom en sedermera upphävd

taxering för realisationsvinst i första instans, har valts att i möjligaste mån konstruera lagstiftningen så, att den skall kunna tillämpas redan på taxeringsnämndsstadiet. Har uppskovsgrundande förvärv av fastighet eller ny-, till- eller ombyggnad av fastighet ägt rum efter beskattningsårets utgång, synes emellertid ett ansökningsförfarande i prövningsnämnd behövligt. Till skillnad från 1959 års KF om uppskov i vissa fall med beskattning av intäkt av skogsbruk synes — med hänsyn till den summariska deklarationen av utbofastigheter av en- och tvåfamiljskaraktär, liksom till reglerna om rätt beskattningsort vid avyttring av andelar i bostadsföreningar och bostadsaktiebolag — prövningsnämnden i det län, där den skattskyldige skolat statligt taxeras för avyttringsåret, vara lämplig myndighet för prövning av ansökan. Alternativt bör 7 p. 3 st. anv. i stället intas i taxeringsförordningen.

På samma sätt som skett genom KK 8 maj 1959 (nr 130) beträffande uppskov i vissa fall med beskattning av intäkt av skogsbruk, bör föreskrift meddelas om anteckning i liggare av motsvarande typ som beträffande skogsbruk stadgas i 57 § TaxKung. Meddelande bör i förekommande fall sändas till länsstyrelsen i det län där fastighet, som förvärvats i stället för den med uppskovsbeslut avsedda fastigheten, är belägen. Föreskrift bör likaledes utfärdas om särskild protokollering av sådant uppskovsbeslut, som meddelas av taxeringsnämnd.

Lagförslaget har formulerats som en uppskovsregel, även om det materiella resultatet regelmässigt torde bli skattefrihet. Man kan naturligtvis diskutera, huruvida ett uppskovsbeslut i sådant fall bör innehålla något fastställande av beloppet av den vinst, med vilken uppskov erhållits. Skäl kan emellertid tala för att sådant fastställande sker, bl. a. för att underlätta en senare utredning. Sådant fastställande bör emellertid inte ha rättskraft för fastställandet av realisationsvinstens storlek vid en eventuell senare försäljning av den nya fastigheten.

Ett alternativ kunde vara att vid en senare realisationsvinstberäkning sammanräkna alla kapitalposter såväl vid förvärvet och avyttringen av den gamla fastigheten som vid förvärvet och avyttringen av den nya. Därmed skulle man bl. a. vinna, att en förlust vid avyttringen av den gamla fastigheten skulle kunna kvittas mot en vinst vid avyttringen av den nya liksom vice versa. En kvittning av förlust vid avyttringen av den nya fastigheten mot en vinst vid avyttringen av den gamla nås emellertid även vid den här föreslagna metoden. En kvittning av förlust vid avyttring av den gamla fastigheten mot vinst vid avyttring av den nya skulle, med en generellare metod, kunna vinnas genom att göra 1960 års förlustutjämningsförordning tillämplig även på realisationsförluster i principiell överensstämmelse med 1944 års allmänna skattekommittés förslag (SOU 1949:9 sid. 70 ff.).

Frågan huruvida den sist avyttrade egendomen kan anses endast delvis ha ersatt den först avyttrade torde böra prövas med en sådan generositet, att endast klara fall av uppenbar standardhöjning faller under regeln. Ett tillägg av ett eller annat rum bör icke automatiskt föranleda att den nya bostaden anses endast delvis ha ersatt den först avyttrade. Tillämpningen av regeln bör i huvudsak ta sikte på sådana fall, då den skattskyldige själv har anledning att betrakta anskaffningen av den nya bostaden som en väsentlig nyinvestering snarare än en omplacering. Med hänsyn härtill föreslås inte heller något

stadgande avseende standardförbättring.

Något behov av särskilda regler för äkta makar torde knappast finnas. Det kan heller inte uteslutas, att regler motsvarande de amerikanska i detta hänseende skulle komma att få sin största betydelse i sådana fall, där missbruk till borgenärers förfång kan misstänkas.

Reglerna om byte till flera fastigheter samma år synes kunna undvaras, om krav uppställes på mantalsskrivning på den fastighet, vars anskaffning berättigar till uppskov.

Regler om »fixing-up expenses» synes obehövliga.

Uppskovsmetoden innebär, att endast så stor del av realisationsvinsten beskattas, som täcks av de medel, som blivit över vid byte från en dyrare till en billigare bostad. Det torde inte finnas anledning att vid bestämmandet av uppskovets omfattning beakta reduktionsreglerna. Har vinsten varit 10 000 kr., varav 5 000 kr. motsvarar skattepliktig realisationsvinst, eftersom innehavet varat åtta men inte nio år, och har byte skett från en fastighet, som inbringat 50 000 kr. till en, som kostat 45 000 kr., bör hela den enligt 35 § 2 mom. skattepliktiga realisationsvinsten, 5 000 kr., kunna tas till beskattning. Har däremot den gamla fastigheten inbringat 45 000 kr. och den nya kostat 50 000 kr., bör vid realisationsvinstberäkning avseende den nya fastigheten dennas anskaffningsvärde reduceras med hela den uppskovsberättigade vinstens belopp, 10 000 kr., och således anses ha utgjort 40 000 kr. Säljs den året efter för 50 000 kr., blir den beräknade realisationsvinsten 10 000 kr., varav med hänsyn till innehavstidsberäkningen 2 500 kr. utgör skattepliktig realisationsvinst. Har slutligen endast delvis uppskov erhållits med beskattningen av en partiellt skattepliktig realisationsvinst, bör en uppräkning av uppskovsbeloppet ske enligt samma principer. Har sålunda vinsten varit 10 000 kr., varav 5 000 kr. motsvarar skattepliktig realisationsvinst, och har den gamla fastigheten sålts för 50 000 kr. medan den nya kostat 48 000 kr., synes 2 000 kr. av vinsten böra beskattas genast, medan uppskov anses ha erhållits med beskattningen av en vinst motsvarande dubbla beloppet av den återstående skattepliktiga realisationsvinsten, alltså 6 000 kr. Den nya fastighetens anskaffningsvärde kommer alltså att beräknas till 42 000 kr.

Med hänsyn till gällande praxis att beskatta realisationsvinst först för det beskattningsår, varunder någon del av likviden erlagts, har krav ej uppställts på att avyttringen skall ha ägt rum under beskattningsåret. Tidsgränsen för nyanskaffning bör emellertid knytas till avyttringen.

4. Sammanfattning

Frågan om realisationsvinstbeskattning vid avyttring av egnahem synes enklast kunna lösas genom ett stadgande, som undantar detta slags vinster liksom motsvarande vinster vid avyttring av andelar i bostadsrättsföreningar m. m. från realisationsvinstbeskattning. Förslag till lagtext med detta innehåll har utformats.

Skulle en sådan reform anses för vittgående, kan en uppskovsmetod övervägas, som skulle göra skattelättnaden vid vinst av behandlat slag avhängig av huruvida motsvarande ny egendom förvärvats till ersättning för den gamla. Förslag till lagtext har utformats även för detta alternativ.

Leif Mutén

Uppsala den 31 maj 1963.

BILAGA 3

Värdebeständigt banksparande

Allmänna synpunkter

Särskilt för bankerna måste ett fast penningvärde te sig som en fråga av högsta angelägenhetsgrad. Vår uppfattning är därför — utan att vi därmed har velat förringa de allvarliga konsekvenser för spararna, som penningvärdeförsämringen medför — att ett värdebeständigt sparande för bankernas del kan övervägas endast för den händelse uttalade prisstegringsförväntningar medfört eller kan väntas medföra tillskapandet av andra värdebeständiga placeringsformer på kreditmarknaden i övrigt. Ytterligare en anledning till denna restriktiva uppfattning är främst att vi hyser allvarliga farhågor för de svårigheter, som kan uppstå för bankerna att finna former för täckning för de kostnader som kan vara förbundna med värdebeständigt sparande, inte minst på introduktionsstadiet. Det förefaller nämligen i hög grad troligt att den värdesäkra inlåningen kommer att bli långt mera attraktiv för allmänheten i det initiala skedet än vad en indexreglerad utlåning kommer att bli. Däremot torde inte — för vare sig affärsbanker eller sparbanker — gällande lagstiftning innehålla bestämmelser som lägger hinder i vägen för introducerandet av en verksamhet av här ifrågavarande art. På några punkter i det följande kommer vi att framhålla, då enligt vår uppfattning vissa förändringar i lagstiftningen torde vara nödvändiga eller borde övervägas. Som allmän riktpunkt har vi haft att introduktionen av värdebeständig in- och utlåning skall kunna ske med så få ändringar som möjligt i gällande lagstiftning och institutionella förhållanden.

En bankinlåning och bankutlåning i realkontraktets form måste grundas på förutsättningen att förändringarna av penningvärdet kan mätas på tillfredsställande sätt. I princip synes det oss ha varit önskvärt med en viss valfrihet för insättare och låntagare mellan olika index beroende på sparandets karaktär och investeringarnas ändamål. Ett sådant system torde emellertid vara praktiskt omöjligt att genomföra. Dessutom skulle det innebära betydande risker för kreditinstituten beroende på att olika indexserier inte utvecklas likformigt. Särskilt med hänsyn härtill är det nödvändigt att välja *en* index för beräkning av penningvärdets förändringar, avseende såväl insättarnas tillgodohavanden som låntagarnas skulder. Den ur olika synpunkter lämpligaste indexen förefaller under sådana förhållanden vara konsumentprisindex, som ju fyller två i detta sammanhang viktiga krav, nämligen att den noteras varje månad och publiceras med ringa eftersläpning.

Frågan om i vilken utsträckning insättarna skall kompenseras och låntagarna belastas för en inträffad försämring av penningvärdet är svår att av-

göra. Med hänsyn till att, såsom ovan framhållits, bankerna skulle introducera realkontrakt endast i defensivt syfte, dvs. i den mån som dylika kontrakt införes på kreditmarknaden i övrigt, har vi dock funnit att denna fråga får avgöras med hänsyn till vad konkurrensläget kräver. Så mycket kan väl dock sägas, att en 100-procentig indexgaranti ur flera synpunkter skulle medföra svårigheter för bankerna; härigenom skulle ju bl. a. ingen större skillnad föreligga mellan å ena sidan rena bankinsättningar och å andra sidan reala placeringar. En annan synpunkt i detta sammanhang är att man bör använda sig av de jämna kompensationstalen 25, 50 eller 75 %, vilket medför betydande tekniska fördelar i samband med indextilläggets beräkning. Vårt fortsatta resonemang baserar sig på förutsättningen att indextillägget av insättarna skall upptagas till beskattning och för låntagarna är skattemässigt avdragsgillt. Detta innebär inte någon prövning av eller något ståndpunktstagande till frågan om beskattning som sådan.

Det skulle ur flera synpunkter vara en icke önskvärd utveckling om värdesäkringsgarantin och vissa villkor i samband med värdereglering skulle komma att utnyttjas som ett medel i konkurrensen mellan kreditinstituten om inlåning. Vi vill därför föreslå, att ett speciellt organ får till uppgift att dels registrera de kreditinstitut som arbetar med olika slag av realkontrakt, dels närmare precisera de villkor, som må tillämpas för dylik verksamhet i vad det gäller främst

1) index och metod för mätning av penningvärdeförändringar,
2) indexgarantins omfattning (värdesäkringstalet),
3) lägsta kvalifikationstid för att insatta medel skall gottgöras värdesäkringstillägg,
4) lägsta belopp som må mottagas på ifrågavarande räkningstyp.

Vi har förutsatt att kreditväsendets in- och utlåningsverksamhet på basis av realkontrakt skall förekomma parallellt med en fortsatt rörelse baserad på nominalkontrakt. Frågan om räntesättningen på de båda marknaderna torde kräva en hel del uppmärksamhet. Som bekant utövar riksbanken för närvarande inflytande på bankräntorna främst genom att fastställa det officiella diskontot och genom olika åtgärder bl. a. på obligationsmarknaden. Riksbankens åtgärder i räntereglerande syfte kommer sannolikt i allmänhet att få likartad effekt på de båda marknaderna. Relationen mellan de olika räntenivåerna kommer säkerligen att behöva förändras oberoende av det allmänna ränteläget. Det får väl också hållas för troligt, att räntan för nominalkontrakt blir den bas från vilken räntan på den reala marknaden varieras. Då alltså mycket tyder på att räntevillkoren för de kortfristiga realkontrakten i bankväsendet kan komma att behöva ändras relativt ofta — troligen med betydligt tätare intervall än för nominalkontrakt — är det ur bankväsendets synpunkt angeläget att ränteförändringarna på realmarknaden kan ske utan samband med allmänna ränteförändringar och utan speciella restriktioner. I motsatt fall skulle marknadsförändringarna avspeglas i återkommande irrationella kapitalförskjutningar mellan de olika räkningarna. Självfallet skulle dock alltför talrika ränteförändringar medföra tekniska svårigheter för bankerna.

Tidigare har vi framhållit att nu gällande lagstiftning för affärsbanker och sparbanker icke synes innebära hinder för bankerna att introducera den här ifrågavarande verksamheten. För sparbankernas vidkommande är det ange-

läget att inlåningen betraktas såsom inlåning på sparbanksräkning enligt bestämmelserna i 22 § sparbankslagen. I konsekvens härmed förordas ändring av sistnämnda paragrafs andra stycke så att tillgodohavande må öka icke endast med upplupen ränta utan även med förfallet värdesäkringstillägg. Det är likaså angeläget att den indexreglerade utlåningen är att anse som täckningsfri placering enligt samma grunder som gäller för övrig utlåning jämlikt bestämmelserna i 27 § sparbankslagen. Någon ändring i banklagen synes inte påkallad; enligt dess 62 § äger nämligen bankaktiebolag mottaga inlåning täckningsfritt endast intill ett belopp motsvarande summan av högst tre gånger bolagets eget kapital och högst 100 milj. kr.[1]

Vi anser det angeläget framhålla att de här nedan skisserade förslagen närmast har karaktären av exempel som självfallet kan varieras i sina detaljer. Det bör vidare understrykas att förslagen på vissa punkter är en kompromiss för att nå huvudsyftet med den företagna utredningen, nämligen att presentera underlag för en bedömning av möjligheterna att genomföra värdebeständigt banksparande i bankväsendet utan ändring i existerande institutionella förhållanden.

Konstruktion av inlåningsräkning med värdebeständighetsgaranti

Vi har övervägt möjligheterna att införa värdebeständighetsgaranti på de traditionella räkningarna men har icke ansett oss kunna framlägga ett sådant förslag med hänsyn till de administrativa och tekniska svårigheter som därigenom skulle uppstå för instituten. Det kan visserligen invändas att för de större kreditinstituten med deras ofta långt drivna maskinella utrustning för reskontrabokföringen borde de anförda svårigheterna icke väga särdeles tungt. Fråga är emellertid om icke svårigheterna och arbetet i allt väsentligt drabbar diskpersonalen som ställs inför en mångfald uppgifter. Man behöver blott erinra om att insättningar, som sker vid tidpunkter med olika index, i princip kräver uppläggande av ett nytt konto och att dylika insättningar måste uträknas var för sig etc. Under sådana förhållanden har vi ansett oss böra förorda att verksamhetens omfattning i viss mån begränsas och föreslår därför en minimigräns på 1 000 kr. för att insättningen skall omfattas av värdesäkringsgaranti. I övrigt skall garantin omfatta tillgodohavanden endast i jämna hundratal kronor utan annan övre gräns än den som kan vara fastställd i gällande lagstiftning. Annan gränsdragning som kan bedömas erforderlig bör beslutas av de olika instituten var för sig. Sålunda bör det ankomma på kreditinstituten att själva avgöra om insättningar i realkontraktets form skall mottagas inte bara från privatpersoner, utan även från företag, kommuner etc.

Räkning med värdesäkringsgaranti föreslås få form av depositionsbevis. För sparbankerna kan användningen av depositionsbevis komma att nödvändiggöra en ändring i sparbankslagen. Dess 23 § föreskriver att insättning på sparbanksräkning skall, där reglementet ej medgiver annat, antecknas i sparbanksbok, och vidare att sparbanksboken ej må vara ställd till innehavaren eller eljest löpande. Bestämmelsen bör kompletteras att avse även depositionsbevis.

Värdesäkringsgarantin föreslås löpa från insättningsdagen med tillämpning av vid ifrågavarande tidpunkt gällande indextal. Detta indextal bör förslagsvis benämnas *grundindex*. Till grund för

[1] Fr.o.m. 1/7 1963 200 milj. kr. (S.F. 181: 3 1/5 1963).

beräkning av värdesäkringsgarantins storlek skall ligga det indextal, som är offentligt vid tidpunkten för förfallodagen. Detta indextal bör förslagsvis benämnas *slutindex*. Den procentuella förändringen mellan grundindex- och slutindextalen avrundad nedåt till närmast hela procent anger den under kvalifikationstiden inträffade förändringen av penningvärdet. Denna s. k. *förändringskoefficient* reduceras med hänsyn till det fastställda värdesäkringstalet och multipliceras därefter med innestående tillgodohavande (exkl. räntor). Det på så sätt framräknade beloppet utgör det indextillägg, som insättaren skall uppbära på förfallodagen. Om slutindex är lägre än grundindex skall insättaren utifrån antagna förutsättningar dock icke behöva vidkännas någon reduktion.

Ett depositionsbevis skall utfärdas för varje insättning. Av depositionsbeviset skall framgå insättningens belopp, datum för insättningen, förfallodag, grundindex samt värdesäkringstal. På beviset skall vidare finnas plats för ränteberäkning, uttag samt notering av slutindex. Överlåtelse av depositionsbevis skall medges endast då det gäller exekution eller familjerättsliga fång. Vid uttag skall depositionsbeviset företes och anteckning om uttag ske på framträdande plats. Räntesatsen är den som instituten vid varje tillfälle tillkännager.

Belåning av depositionsbevis bör kunna ske endast då särskilda skäl talar därför. Man kan inte bortse från att depositionsbevisen kan komma att användas i spekulativt syfte som pant för nominallån. Om man önskar att försvåra dylik spekulation kan förslagsvis en sådan begränsning tillämpas såsom att pantsättning av depositionsbevis skall kunna ske endast hos institut som utfärdat beviset eller med dess medgivande.

I det föregående har vi förordat vissa regler i syfte att eliminera mindre transaktioner. Det torde också vara nödvändigt att tillämpa en viss kvalifikationstid för att insatta medel skall komma i åtnjutande av värdesäkringsgarantin. Med hänsyn till nuvarande praxis på de långa inlåningsräkningarna i bankinstituten synes kvalifikationstiden icke böra avse kortare tid än 6 månader. I den slutliga utformningen av den ifrågavarande verksamheten bör dock givetvis hänsyn tagas bl. a. till konkurrensförhållandena på kreditmarknaden. I detta sammanhang vill vi framhålla att det främst med hänsyn till med verksamheten förenade risker liksom även till kreditinstitutens redovisning och resultatberäkning normalt icke bör kunna ifrågakomma längre bindningstid än 12 månader. Insättaren bör dock kunna beredas möjlighet att med kreditinstitutet avtala om förlängning av bindningstiden i tidsperioder om 12 månader; härvid kan grundindex bibehållas och någon årlig avräkning äger ej rum. Dylik förlängning synes oss kunna medgivas upp till en sammanhängande period av fem år. Härigenom erbjudes en möjlighet att låta reglerna för realisationsvinstbeskattning gälla i fråga om värdestegringstillägget. Det bör här framhållas att värdestegringstillägget är en funktion inte — som räntan — av den tid insättningen varit innestående utan av den under perioden inträffade prisstegringen.

Förtidsuttag bör medgivas på samma villkor som tillämpas inom kreditinrättningarna för övrig inlåning, varefter värdesäkringsgarantin skall gälla för det återstående beloppet, om detta överstiger 1 000 kr.

Om tillgodohavande på konto med indexgaranti icke disponeras inom en månad från förfallodagen skall medlen avräknas enligt avtalet och överföras till räkning med nominell ränta.

Metoder för täckning av kostnaderna för värdebeständig inlåning

Det torde inte råda något tvivel om att de största svårigheterna för instituten i samband med introducerandet av värdebeständig inlåning skulle komma att gälla möjligheterna att erhålla täckning för uppkomna värdestegringstillägg. En svårighet sammanhänger med att en indexbunden utlåning knappast kan väntas bli särskilt attraktiv för allmänheten och att därför besvärliga problem kan uppstå i att skapa jämvikt mellan å ena sidan den indexreglerade inlåningen och kostnaderna härför och å andra sidan den indexreglerade utlåningen och de intäkter denna ger. En annan svårighet sammanhänger med de problem som kan tänkas uppstå med säkerheterna, särskilt i händelse av kraftigare prisstegringar.

Problemet att skapa jämvikt mellan inlåning och utlåning i realkontraktens form torde bli särskilt besvärligt i samband med *introduktionen* av värdebeständigt sparande. I ett sådant läge torde nämligen allmänheten kunna förväntas göra överflyttningar av medel från de traditionella inlåningsräkningarna till de indexreglerade räkningarna medan kreditinstituten knappast kan räkna med någon ökning av nyinlåningen dvs. medel för direkt placering i realkontrakt. Detta kan då lätt försätta instituten i den situationen, att de måste räkna med kostnader i form av värdestegringstillägg som de inte kan kompensera sig för genom placering i värdebeständig utlåning. Det skulle även kunna inträffa att instituten under introduktionsskedet måste avvisa inlåning på indexreglerade konton om det inte kan bedömas med visshet att dessa medel kan placeras i utlåning mot realkontrakt.

Kreditinstitutens säkerhet för värdesäkringstillägg kräver särskild uppmärksamhet. Beträffande borgenslån torde emellertid borgensåtagandets formulering i sin nuvarande lydelse kunna anses gälla även avtalade förpliktelser i fråga om indexgarantin. Med hänsyn dels till den normalt försiktiga pantvärderingen, dels till krediternas relativt korta formella löptid, dels ock slutligen till den nedan föreslagna lösningen med successiv inbetalning under lånetiden av den upplupna »indexskulden» bör svårigheterna beträffande andra säkerhetstyper icke heller övervärderas. Särskilt i de fall då panten är lätt realiserbar torde icke erfordras någon nedjustering av belåningsvärdena. Beträffande lån där säkerheten utgöres av inteckning i fastighet eller tomträtt kan svårigheter uppstå, men vi har icke ansett oss böra rekommendera en regel om reducerade belåningvärden utan anser att en sådan anpassning bör anknyta till en på erfarenheter utbildad praxis. Vi har även övervägt förslaget om införande av index i fastighetsinteckningarna — både enligt det alternativ som skulle innebära möjlighet att erhålla inteckning för fast egendom för en indexbunden förskrivning och enligt det alternativ att inteckningarna skulle sakna ett fixerat kapitalbelopp och i stället lyda på viss kvotdel av fastighetens värde. Vi måste emellertid utifrån vår utgångspunkt bestämt avråda från dessa förslag. Utöver de konsekvenser därav som betingas av att inteckning skall kunna pantförskrivas för såväl real- som nominallån föreligger enligt vår uppfattning risk för att genom dylik ändring sekundärinteckningens värde som hypotek väsentligt undergrävs, bl. a. av den orsaken att det ur institutens synpunkt skulle vara synnerligen otillfredsställande att inte alltid med säkerhet kunna fastställa en högre liggande intecknings värde. Vidare hyser vi den uppfattningen att det är nära nog omöjligt att konstruera en fastighetsindex

som är tillämplig på alla fastigheter och att det är föga sannolikt att denna index utvecklas likformigt med t. ex. konsumentprisindex.

Vi skulle däremot möjligen kunna tänka oss vissa åtgärder som reellt syftar till att ge en viss förstärkning åt inteckningen som pant och därigenom minska riskerna för kreditinstituten. Genom ändring av 18 § 1 mom. inteckningsförordningen på så sätt att inteckningsränta må uttagas för tre år i stället för två år före dagen för utmätning resp. konkurs sker en ökning av pantens omfattning. Dessutom kunde övervägas en höjning av den räntesats som angives i inteckningsreverserna. Genom sådana ändringar anser vi att kreditinstituten torde komma att ha tillräcklig säkerhet utom i undantagsfall.

Indexreglerade lån bör löpa på högst 6 månader eller med högst 6 månaders uppsägning. Utlåning mot realkontrakt bör ske i form av reverslån, antingen såsom lån på viss tid eller viss tids uppsägning. Däremot synes det av tekniska skäl mindre lämpligt att indexlån läggs upp i form av växlar och checkräkningskrediter. I fråga om växlar är det dock möjligt att i stället för ett indextillägg uttaga något slags kreditavgift, och i fråga om checkräkningskrediter torde det vara möjligt att göra en beräkning av medeltalet av dispositionerna under året och indexberäkna detta. Ett dylikt förfaringssätt synes oss dock inte böra komma till användning annat än undantagvis.

Indextillägg skall beräknas per 12-månadersperiod, dvs. ny grundindex skall användas för tiden efter varje 12-månadersperiod. Preliminärt indextillägg skall erläggas vid mellanliggande (ränte-)förfallodagar med slutavräkning vid den förfallodag som inträffar 12 månader efter lånets utbetalningsdag resp. senaste avräkningsdag. Vid amortering eller förtida inbetalning av lån skall indextillägg beräknas på basis av slutindex på inbetalningsdagen. Någon möjlighet synes icke föreligga att medge en generell kapitalisering av indextillägg. Behovet härav får dessutom bedömas som ringa med hänsyn till arten av den rörelse de här ifrågavarande instituten driver. Beträffande grundindex, slutindex, värdesäkringstal etc. skall för utlåning samma regler gälla som för inlåning. Lån mot realkontrakt skall icke kunna återbetalas med lägre belopp än det nominella beloppet, dvs. för utlåning skall gälla motsvarande regel som tidigare förordats för inlåningen.

Man kan inte bortse från den möjligheten att det vid sidan av en utlåning i realkontraktets form kan bli nödvändigt att tillgripa andra »kostnadstäckande» placeringar eller konstruktioner. Vi diskuterar här nedan några åtgärder som enligt vårt förmenande borde kunna övervägas.

Det bör beredas möjlighet för kreditinstituten att förvärva för deras behov avpassade obligationer och andra värdepapper med indexgaranti. I detta sammanhang har vi tänkt oss ett samarbete med obligationsemitterande kreditinstitut av typen Industrikredit, Kommunkredit m. fl. Detta samarbete skulle ta sikte på att utjämna de differenser inom kreditinstituten som med all sannolikhet uppkommer mellan värdesäkrad in- och utlåning. Även om obligationer av här ifrågavarande typer skulle emitteras med fem- eller tioårig löptid torde därmed icke uppkomma svårigheter av annan art än de som för närvarande är förknippade med kreditinstitutens förvärv av obligationer med i många fall avsevärt längre löptid.

Insättning på konto hos statlig myndighet anser vi vara en placeringsform av betydelse främst för en kortsiktig ut-

jämning av förutnämnda differenser men även i annat fall då lämpliga placeringar icke står till buds. Vi utgår från att den räntesats som därvid skulle gälla blir densamma som av kreditinstituten tillämpas för indexinlåning jämte tillägg för skäliga förvaltningskostnader utan att medlen bindes för längre tid.

Ytterligare en möjlighet att få täckning för kostnaderna torde böra förefinnas i särskilt kritiska situationer, exempelvis då kreditinstituten har att välja mellan att antingen få vidkännas minskning av totalinlåningen eller medgiva överflyttning till värdesäkrad inlåning utan att kunna omvandla sin nominella utlåning till reallån. Under dessa förhållanden har vi ansett det nödvändigt för kreditinstituten att överväga att i de reversformulär som nu användes inrycka en generell bestämmelse enligt vilken låntagarna skulle kunna åläggas att betala ett särskilt tillägg avsett att täcka den kostnad som kreditinstitut har åsamkats genom indexinlåning och som icke kan täckas av kreditinstitutet självt på reguljärt sätt.

Vissa redovisnings- och skattetekniska problem

Beträffande redovisningen i kreditinstitutens räkenskaper av indextillägg från låntagare respektive till insättare, synes det oss lämpligt att dessa får behandlas såsom intäkter och kostnader i verksamheten. För ett sådant betraktelsesätt talar bl. a. att kreditinstituten i princip är att anse som förmedlare av indextillägg mellan sina låntagare och insättare. Det saldo som härvid uppkommer beror i allt väsentligt på svårigheten för det enskilda kreditinstitutet att ernå full balans i denna verksamhet. Vi anser därför att uppkommet debet- eller kreditsaldo vid boksluten på vanligt sätt skall tillföras vinst- och förlustkontot.

Avslutningsvis vill vi framhålla att en värdesäkrad in- och utlåning ur administrativ synpunkt kommer att vara mera kostnadskrävande för kreditinstituten än annan in- och utlåningsverksamhet. Sålunda kräver varje dylik transaktion två operationer i stället för normalt en genom beräkning och bokföring av såväl ränta som indextillägg. Vidare medför varje insättning i princip uppläggning av ett nytt konto och endast insättningar respektive lån med samma grundindex kan behandlas som homogena konton i bokföringen. Detta kommer med all sannolikhet att medföra behov av ökning av kreditinstitutens räntemarginaler.

Vi föreslår sålunda sammanfattningsvis, dels

att ett värdebeständigt sparande för bankernas del överväges endast för den händelse att uttalade prisstegringsförväntningar medför eller väntas medföra tillskapandet av andra värdebeständiga placeringsformer på kreditmarknaden i övrigt;

att ett speciellt organ får till uppgift att dels registrera de kreditinstitut som arbetar med olika slag av realkontrakt, dels närmare precisera de villkor som må tillämpas för dylik verksamhet i vissa avseenden;

att indextillägg från låntagare respektive till insättare i kreditinstitutens räkenskaper får behandlas som intäkter och kostnader i verksamheten; dels

att en minimigräns på förslagsvis 1 000 kr. fastställes för att insättningen skall omfattas av värdesäkringsgaranti;

att det må ankomma på kreditinstituten att själva avgöra om insättningar i realkontraktets form skall mottagas inte bara från privatpersoner utan även från företag, kommuner etc.;

att de redan existerande räkningarna ej användes för ifrågasatt ändamål utan att en speciell indexreglerad kontoform uppläggs och att ett depositionsbevis utfärdas vid varje insättning;

att räntesatserna är de som bankerna vid varje tillfälle tillkännager;

att belåning av depositionsbevis bör kunna ske endast då särskilda skäl talar därför;

att insatta medel skall ha en kvalifikationstid om lägst 6 månader för att komma i åtnjutande av värdesäkringsgarantin;

att längre bindningstid än 12 månader normalt inte må ifrågakomma dock med rätt för insättaren att förlänga bindningstiden i tidsperioder om 12 månader upp till längst fem år;

att förtidsuttag medges på samma villkor som tillämpas inom kreditinrättningarna för övrig inlåning; dels

att indexreglerade lån bör löpa på högst 6 månader eller med högst 6 månaders uppsägning;

att utlåning mot realkontrakt bör komma i fråga endast i form av reverslån;

att det bör beredas möjlighet för kreditinstituten att förvärva för deras behov avpassade obligationer och andra värdepapper med indexgaranti;

att kreditinstituten överväger att i gällande reversformulär inrycka en bestämmelse enligt vilken låntagarna kan åläggas betala ett särskilt tillägg avsett att täcka den kostnad som kreditinstitutet kan åsamkas genom indexinlåning och som icke kan täckas på reguljärt sätt; dels ock slutligen

att indexreglerad inlåning betraktas som inlåning på sparbanksräkning enligt bestämmelserna i 22 § sparbankslagen och att i konsekvens härmed sistnämnda paragrafs 2 st. ändras så att tillgodohavande må öka icke endast med upplupen ränta utan även med förfallet värdesäkringstillägg;

att bestämmelsen i 23 § sparbanksla gen kompletteras att avse även depositionsbevis;

att den indexreglerade utlåningen anses som täckningsfri placering enligt samma grunder som gäller för övrig utlåning jämlikt bestämmelserna i 27 § sparbankslagen; samt

att inteckningsförordningen 18 § 1 mom. ändras på så sätt att inteckningsränta må uttagas för tre år i stället för två år före dagen för utmätning respektive konkurs.

Linköping och Göteborg den 9 oktober 1962.

John Nylén *Evert Tornberg*

Appendix

Beträffande tillämpning av indexklausuler inom bankerna i Finland

En utförlig redogörelse för utformningen av det värdebeständiga banksparandet i Finland har i annat sammanhang lämnats i värdesäkringskommitténs betänkande. Här skall därför endast göras följande kompletteringar, nämligen

att insättningsbeloppen icke är maximerade;

att insättning på indexkonton kan göras av alla kundkategorier i bankväsendet, men att man uppges på vissa håll ha övervägt att göra begränsningar i detta avseende;

att såsom index för beräkning av penningvärdets förändringar används medeltalet av levnadskostnadsindex för de tre månader som närmast föregår den månad under vilken medlen insättes och uttages;

att såväl inlåning som utlåning i princip är bunden till penningvärdets förändringar, men att kostnaderna för in-

dexinlåningen uttages av samtliga låntagare, varför dessa kostnader i praktiken blir beroende även av indexinlåningens storlek;

att indexgottgörelsen för insättarna var skattefri fram till 1961 men numera skall bli föremål för beskattning; samt

att indexkostnaden för låntagarna till en början icke alls fick avdragas vid beskattningen och från år 1958 endast intill ett belopp som motsvarar en på ifrågavarande kapitalbelopp beräknad årlig ränta av 2 % för den tid gottgörelsen erlägges.

BILAGA 4

Indexlån i vissa länder

Finland[1]

Liksom i andra delar av världen har det i Finland efter det att guldmyntfoten uppgavs uppstått oklarhet rörande den juridiska tolkningen av sådana skuldförbindelser vars lånekapital uttryckts i guldmark. Eftersom den i den största delen av sådana överenskommelser förefintliga punkten »guldmark» endast hade syftat till att från avtalsparternas sida ange kreditens kvantitet och inte utgjorde någon avtalsklausul med syfte att trygga köpkraften, gjorde man i finsk juridisk praxis på 1930-talet i allmänhet ingen skillnad mellan avtal, som grundade sig på mark eller på guldmark. Det var endast i de avtal, vari guldmarkens värde angivits uttryckligen i viktenheter av guld, som man ansåg att avtalet syftade att bevara köpkraften. En logisk följd härav var, att låntagaren måste i pappersmark erlägga en summa, som skilde sig från den i skuldebrevet angivna summan av guldmark.

I de till landet under 1920- och 1930-talen anskaffade obligationslånen och de genom dessa obligationslån finansierade kreditavtalen tillämpade man allmänt guldklausulen. Man kan dock fastslå, att i allmänhet alla skuldavtal före det andra världskriget grundade sig på det uttryckliga villkoret, att skulden måste betalas tillbaka i form av en lika stor summa penningar oberoende av denna penningsummas köpvärde. Eftersom ändringarna i de skilda prisindexen från åren 1920 till 1940 var relativt obetydliga, uppstod det i allmänhet icke i Finland något problem om bevarandet av penningfordringarnas realvärde. Det är först den efter år 1945 uppkomna prisutvecklingen, som har fört bevarandet av penningfordringarnas köpkraft i brännpunkten. Man hade dock tidigare på grund av de onormala förhållanden som orsakats av kriget börjat tillämpa indexklausuler vid leverans- och entreprenadavtal, och dessa klausuler torde i allmänhet ha varit 100-procentiga. Likaledes knöts lönen till ⅔ vid levnadskostnadsindex år 1942. Efter detta har lönerna på ett eller annat sätt varit knutna vid index med undantag för några korta perioder.

1. Introduktionen av indexklausuler på olika områden

Ersättningsobligationerna

Under de undantagsförhållanden, som orsakats av krigen 1939—44 blev skapandet av ett indexsystem på den finska penningmarknaden aktuellt. Det gällde närmast sättet för betalning av skadeersättningar till de personer, som flyttat från de efter vinterkriget år 1940 av-

[1] Förutom officiell statistik och andra tryckta källor bygger framställningen på ett betänkande avgivet den 2 maj 1958 av en finsk kommitté tillsatt i oktober 1955 för att utreda tillämpningen av indexklausuler på kreditmarknaden (stencil i svensk översättning).

trädda områdena. Dessa planer förverkligades dock inte då.

Frågan om en indexklausul kom åter upp när ersättningar skulle betalas till den genom 1944 års vapenstilleståndsavtal från det avträdda området förflyttade befolkningen. Då var det nämligen klart, att Finland inte kunde klara den kommande perioden av krigsersättningar och återuppbyggnad utan inflation, och man ansåg att de betalade ersättningarna måste få bibehålla sitt realvärde. Ersättningen lämnades sålunda till stor del i form av *ersättningsobligationer* till ett nominellt värde av 18,4 miljarder mark.

För dessa tioåriga obligationer bands kapitalet till 100 % vid partiprisindex i december 1944. Däremot gällde indexklausulen inte obligationernas räntor. Obligationerna kunde omsättas på börsen och tidvis var omsättningen livlig.

Försäkringsväsendet

På försäkringsområdet började den finska *folkpensionsanstalten* att under år 1946 tillämpa en 50-procentig indexklausul vid sin utlåning. Egentligen var denna klausul formulerad så, att lånebeloppet var uppdelat i två lika stora delar: den ena delen bestämd i kronor, den andra reglerad med partiprisindex både vad beträffar kapital och ränta. Dessa båda delar amorteras med samma procentsats av lånets nominalvärde.

De enskilda försäkringsbolagen började använda indexklausulen vid sin utlåning till den privata sektorn och till kommunerna år 1948. I försäkringsbolagen har man såsom index använt både levnadskostnader, partipriser och de inhemska varornas partipriser. De indexklausuler, som numera tillämpas, har i allmänhet följande lydelse:

»Detta lån och dess vid varje tidpunkt förfallna ränta och amortering är bundna vid levnadskostnadsindex (år 1951 oktober månads index = 100) på så sätt, att om verifieringsindexen är minst fem procent högre än grundindexen, höjes grunddelen av den vid varje tidpunkt förfallna ränte- och amorteringsandelen med lika många procent, som talet två är innehållet jämna gånger i det procenttal som anger indexens stigning. Om verifieringsindexen icke är minst fem procent högre än grundindexen eller om verifieringsindexen är lägre än grundindexen, skall indexklausulen icke tillämpas.»

För *livförsäkringar* tog samtliga livbolag fr. o. m. den 1 januari 1948 likalydande indexvillkor i bruk att efter överenskommelse fogas till nya livförsäkringar. Villkoren var i korthet följande:

Under de tre första åren av försäkringens löptid ändras försäkringssumman och premium enligt levnadskostnadsindex, på följande sätt:

a) Förändring sker en gång årligen.

b) Ändring sker endast om index stigit 10, 20, 30 osv. %.

c) Sjunker index sker sänkning med motsvarande procent, dock ej under ursprungligt belopp.

Rena riskförsäkringar, som inte inbegriper någon sparandel, har fr. o. m. år 1949 erbjudits med 100-procentig bindning vid levnadskostnadsindex för hela försäkringsperioden.

Skadeförsäkringsbolagen och -föreningarna samt de olika hjälp- och vårdkassorna har även använt indexklausulen vid sin utlåning. Enligt uppgift använder skadeförsäkringsbolagen ett system, enligt vilket indexhöjningarna kan överföras till försäkringstagarna antingen i form av ökade förmåner eller av nedsatta försäkringspremier.

Stat och kommuner

De tidigare omnämnda ersättningsobligationerna var inga egentliga *lån*, även om de kunde omsättas i marknaden. Där förlorade de snart i betydelse, då de amorterades med 1/10 per år. Några nya indexbundna obligationer emit-

terades inte förrän år 1952. Helsingfors stad fick då tillstånd att utge ett femtonårigt amorteringslån till 7½ % ränta på 600 milj. mark. Indexklausulen i lånet hade följande lydelse:

»Lånet är till hälften bundet vid index så, att ränta och amortering skall höjas med hälften av den procentuella höjning som medelvärdet i hela procent av levnadskostnadsindex för andra, tredje och fjärde kalendermånaden före förfallodagen visar i jämförelse med medelvärdet av levnadskostnadsindex i december 1951, januari och februari 1952. Om det förstnämnda medelvärdet är lägre än det sistnämnda betalas ränta och amortering enligt nominalvärde.»

Under år 1953 emitterade finska staten ett femårigt konverteringslån avsett endast för innehavare av II. ersättningslånet bundet till 100 % vid partiprisindex. Dessutom lämnades indexbundna obligationer som ersättning för exproprierad mark tillhörig Rovaniemi köping. Dessa var till 50 % bundna till levnadskostnadsindex och löpte med 6 % ränta.

Indexbundna *lån* emitterades inte förrän den 1/3 år 1954. Dels utgavs då obligationer till en fast ränta på 6½ % och en emissionskurs på 97½ %, dels utgavs obligationer med rörlig ränta, som med 2½ % skulle överstiga räntan på 6 månaders depositioner i affärsbankerna, vilket vid emissionstillfället innebar en ränta på 8 %. Emissionskursen var för dessa obligationer 100 %. Indexklausulen var densamma för båda dessa lån. Den innebar, att amorteringar och ränta var till 50 % bundna vid levnadskostnadsindex (oktober 1950 = 100) med ett toleransintervall på 4 % av index.

Penninginstituten

Redan under år 1950 började man inom penninginstitutens samarbetsorganisation att diskutera frågan om att ta indexklausuler i bruk vid *inlåningen*. Inget resultat nåddes dock förrän år 1955, då kreditinrättningarna beslöt att öppna 50-procentiga indexkonton.

Då prisutvecklingen under år 1955 var lugn i Finland, väckte indexkontona inte någon särskild uppmärksamhet. På kort sikt var de dessutom mindre fördelaktiga för spararna än de vanliga depositions- eller sparräkningarna i följande avseenden:

1) Insättningarna var bundna för ett år.
2) Den minsta till I-kontona mottagna insättningen var 30 000 mark.
3) Räntesatsen var 4¾ %, dvs. 1—1½ procentenheter lägre än för vanliga sparkonton.
4) Både den utbetalade räntan och indextillägget var underkastade beskattning, medan andra konton och obligationer var skattefria.

Genom ett ränteavtal, som trädde i kraft i början av 1956 höjdes visserligen räntan i paritet med övriga depositionsräkningar till 5¾ %, men senare under 1956 upphörde penninginrättningarna inom Stor-Helsingfors att ta emot insättningar på indexkonton. Vid slutet av år 1956 var indexkontonas andel av depositionsstocken 7 %.

Vid *utlåningen* från kreditinrättningarna tillämpades endast strikt indexbindning av postsparbanken, vars utlåning under 1957 försågs med en 25-procentig indexklausul. Vid övriga inrättningar togs de merkostnader, som indexinlåningen till följd av frånvaron av räntedifferenser mellan index- och penninglån innebar, ut i form av räntetillägg utöver den vanliga utlåningsräntan.

Indexbundna obligationslån utgavs i mindre utsträckning av Andelskassornas Central AB och industri- och fastighetskreditinstitut fr. o. m. slutet av 1958.

Industribolag

Under 1957 började även övriga obligationsemittenter låta sina lån bindas vid index. Den vanligaste klausulen inne-

bar, att kapitalet bands till 50 % vid levnadskostnadsindex om denna steg, medan indexklausulen inte skulle tillämpas vid fallande index.

2. Senare utveckling av indexlånemarknaden

Marknaden för indexbundna avtal uppnådde en höjdpunkt under åren 1957—1958. Vid utgången av 1957 uppgick den totala volymen av såväl långa som korta krediter — statens långivning undantagen — till 601,3 miljarder mark. Denna stock av krediter kan uppdelas i tre grupper: Den *första* är lånen utan värdebeständighetsklausul. Dessa uppgick till 121,5 miljarder mark eller 20 % av kreditstocken. Den *andra* gruppen representeras av de krediter, där låntagaren är skyldig att erlägga det på hans andel kommande tillskott, som erfordras för täckning av de indexgottgörelser, som bankerna får erlägga åt sina deponenter. Denna del uppgick till 323,0 miljarder mark eller 54 %. Den *tredje* gruppen utgöres av de direkt med index- eller valutaklausul försedda lånen, inalles 156,8 miljarder mark eller 26 % av hela kreditvolymen. Här dominerar folkpensionsanstalten och försäkringsbolagen. Exempelvis hade folkpensionsanstalten 62,9 miljarder mark eller 84 % av sin utlåning direkt bunden med någon form av indexklausul, medan försäkringsinrättningar av olika slag hade 39,6 miljarder mark eller 66 % av sin utlåning indexbunden.

Under åren 1958 till 1961 steg emellertid levnadskostnaderna relativt litet, och intresset för indexlån minskade. Detta gällde särskilt inlåningen i bankerna. Under 1963 har emellertid intresset för realt säker inlåning ökat igen i samband med att tendenserna till inflation har ökat.

Obligationsmarknaden

Finska statens utelöpande obligationsskuld utgjorde den 31/12 1958 56,3 miljarder mark. Härav utgjorde 24,0 miljarder mark eller 42,5 % indexbundna obligationer. Av dessa emitterades den allra största delen under åren 1954—1957. Under 1955 och 1957 var de på marknaden placerade statsobligationerna nästan genomgående bundna vid levnadskostnadsindex. Detta förhållande har satt sina spår på börsen i Helsingfors, där de statliga indexlånen helt har dominerat obligationsmarknaden under senare år.

De vanligaste indexklausulerna har inneburit en 50-procentig bindning vid levnadskostnads- eller partiprisindex. Några lån med 100-procentig bindning vid partipris- resp. levnadskostnadsindex har dock utgivits. Dessa har istället försetts med den begränsningen att lånets belopp högst kan fördubblas.

Efter Helsingfors stads emission av indexlånet av år 1952 dröjde det ända till i slutet av år 1957 innan någon kommun gav sig ut på indexlånemarknaden. Detta lån, som utgavs av Uleåborgs stad, var till 100 % bundet vid levnadskostnadsindex. Därefter följande kommunala indexlån var dock vanligen endast indexbundna till 50 %.

Försäkringar

Det tidigare redovisade villkoret för livförsäkringar med tre års indexbindning visade sig snart otillräckligt, och dessa försäkringar råkade i någon mån i vanrykte. Därför infördes år 1957 en 50-procentig bindning vid levnadskostnadsindex av såväl gamla som nya försäkringar. Samtidigt bibehölls riskförsäkringarna med 100-procentig bindning. I samband därmed steg nyanskaffningen av livförsäkringar med närmare 20 % år 1957 jämfört med året innan.

Även på sakförsäkringsområdet har

indexbindningar införts. Exempelvis infördes fr. o. m. 1959 års början en 50-procentig indexbundenhet för vissa brandförsäkringar.

Inlåning i kreditinstitut

Efter uppehållet år 1956 kom bankerna inom ramen för penninginrättningarnas ränteavtal överens om att fr. o. m. början av 1957 ta i bruk två slags indexkonton. På de s. k. A-kontona var insättningarna till 100 % bundna vid levnadskostnadsindex medan B-kontona var bundna till 50 %. Båda kontotyperna gav en ränta på 4¾ %, dvs. en procentenhet lägre än för vanliga sparräkningar.

Indexklausulen för de indexkonton som togs i bruk i början av år 1957 var, med undantag av några språkliga ändringar, densamma som för de under år 1955 i bruk tagna indexkontona, utom för avtalets p. 4. Klausulen för A-konton hade följande lydelse:

»4) Såsom indextal för varje månad används denna månad närmast föregående andra månads officiella levnadskostnadsindex (oktober 1951 = 100). Indexersättningen är så många procent som det i spartidens slutmånad använda indextalet (verifieringstal) visar sig ha stigit i jämna procent i förhållande till det vid spartidens första månad använda indextalet (grundindex).»

Den motsvarande klausulen för B-konton hade å sin sida följande lydelse:

»4) Såsom indextal för varje månad används denna månad närmast föregående andra månads officiella levnadskostnadsindex (oktober 1951 = 100). Indexersättningen är *hälften* av det procenttal, som det i spartidens slutmånad använda indextalet (verifieringsindex) visar sig ha stigit i jämna procent i förhållande till det vid spartidens första månad använda indextalet (grundindex).»

Skillnaden i indexklausul motverkades av att B-kontona var fördelaktigare ur skattesynpunkt. Beträffande indexlånens beskattning se vidare avsnitt 1.4.

De nya kontona ledde till att indexkontonas andel i depositionsstocken steg till drygt 24 % vid slutet av 1957 från ca 7 % vid årets början. Men framför allt var det den kraftiga prisstegringen under 1957, som framkallade denna utveckling. Levnadskostnadsindex steg nämligen med omkring 8,5 % under året.

Inlåningen på indexkonton var emellertid till stor del ett resultat av överföringar av medel från andra typer av konton. Den totala depositionsstocken ökade endast 5 % i pengar räknat, samtidigt som indexkontona ökade från 22,5 till 82,4 miljarder mark under samma period.

Inlåningen på indexkontona kulminerade både procentuellt och absolut sett i mitten av 1958, då andelen översteg 25 % av depositionsstocken. I samband med den lugnare prisutvecklingen under 1958—1959 och införandet av nya högränte- resp. skattelättnadskonton under 1959 dalade inlåningen på indexkontona ned till 28 miljarder mark i slutet av 1959 motsvarande endast 6,2 % av depositionsstocken. Denna utveckling betecknades i allmänhet som en »normalisering» av banksparandet. Under 1959 slutade man dessutom att ta emot insättningar på A-kontona.

De s. k. specialkontona (högräntekonton, skattelättnadskonton samt indexkonton) omfattade under perioden 1960—1962 drygt 10 % av depositionsstocken. Av dessa förde indexkontona en tynande tillvaro, och deras andel av den totala stocken sjönk till något mer än en halv procent under 1962. Detta torde ha ett visst samband med att prisutvecklingen var förhållandevis lugn under perioden. Levnadskostnadsindex steg med ca 3,2 % per år från december 1959 till december 1962.

I slutet av 1962 och under 1963 tenderade emellertid prisnivån att på nytt stiga kraftigare, och detta registrerades snart på indexdepositionerna, vars andel av depositionsstocken steg från 0,7 % i slutet av juni 1962 till 3,4 % vid samma tidpunkt 1963. I och med det nya ränteavtalet, som trädde i kraft i juni 1963, återinfördes de 100-procentigt indexbundna A-kontona, samtidigt som en allmän räntestegring skedde.

Utlåningen från kreditinstituten

Den livliga inlåningen på indexkontona under 1957—1958 motsvarades som tidigare nämnts inte av någon direkt indexbunden utlåning, utan merkostnaderna togs ut i form av räntetillägg. Detta förorsakade givetvis en viss osäkerhet bland låntagarna beträffande storleken av de räntor, som skulle erläggas. I vissa penninginstitut steg *utlåningsräntan* under någon period ända till (8+6) %, där alltså 6 % utgjorde ersättning för indextillägg. I affärsbankerna inskränkte sig räntetillägget dock till 1 % förutom den vanliga utlåningsräntan 8 %.

I och med indexinlåningens nedgång avskaffades dessa tillägg under år 1959.

3. Räntestrukturen

I diagram B 4:1 illustreras några typiska drag hos räntestrukturen på den placeringsmarknad, som erbjuds allmänheten, närmare bestämt inlåningsoch obligationsmarknaden. Alla slags låneformer har givetvis inte kunnat tas med. Av statens upplåning saknas dels lån av typ premieobligationer dels sparobligationer. Inte heller industriobligationer har exemplifierats. Dessa har dock spelat en relativt liten roll på obligationsmarknaden. Beträffande urvalet av obligationsemissioner skall även påpekas, att dessa inte valts för att motsvara frekvensen av sådana under olika perioder utan endast för att illustrera förhållandet mellan olika nominella räntesatser. Vidare har, med angivna undantag, endast lån sålda direkt till allmänheten medtagits.

Den finska situationen har under större delen av den aktuella perioden karaktäriserats av ett ansträngt statsfinansiellt läge och en tidvis rätt kraftig inflation. Det förra förhållandet har resulterat i att staten måst tillgripa en omfattande upplåning. På den redan förut ansträngda och hårt ransonerade kreditmarknaden har de statliga obligationerna utbjudits till räntesatser, som väsentligt överstigit inlåningsräntorna i bankerna. Obligationsräntorna har snarast varit lika höga som bankernas utlåningsräntor, vilka under perioden varierat huvudsakligen mellan 7 och 8 %.

Ett annat anmärkningsvärt drag har varit, att skillnaden mellan räntesatserna för indexlån ofta varit lika höga som för nominallån och att räntedifferensen sällan varit mer än omkring 1 %. Under år med särskilt kraftig inflation har detta givit upphov till en avsevärt lägre avkastning på penninglån än på indexlån trots att den vanligaste typen av indexklausuler endast inneburit en 50-procentig indexbindning. Under perioden 1956—1957 steg exempelvis levnadskostnadsindex med närmare 9 % per år. Detta innebar en real ränta på omkring 0 % för finska statens obligationslån med fast ränta utan indexklausul, emitterat den 2/1 1956 (nr 7 i diagram B 4:1) under dessa år. Samtidigt med detta lån emitterades ett 50-procentigt indexlån med en rörlig räntesats som under perioden uppgick till 7¾ %. Detta lån gav alltså en real ränta, som med drygt tre procentenheter översteg penninglånets. Skillnader i kursutveckling har här inte tagits med i beräkningarna. Liknande

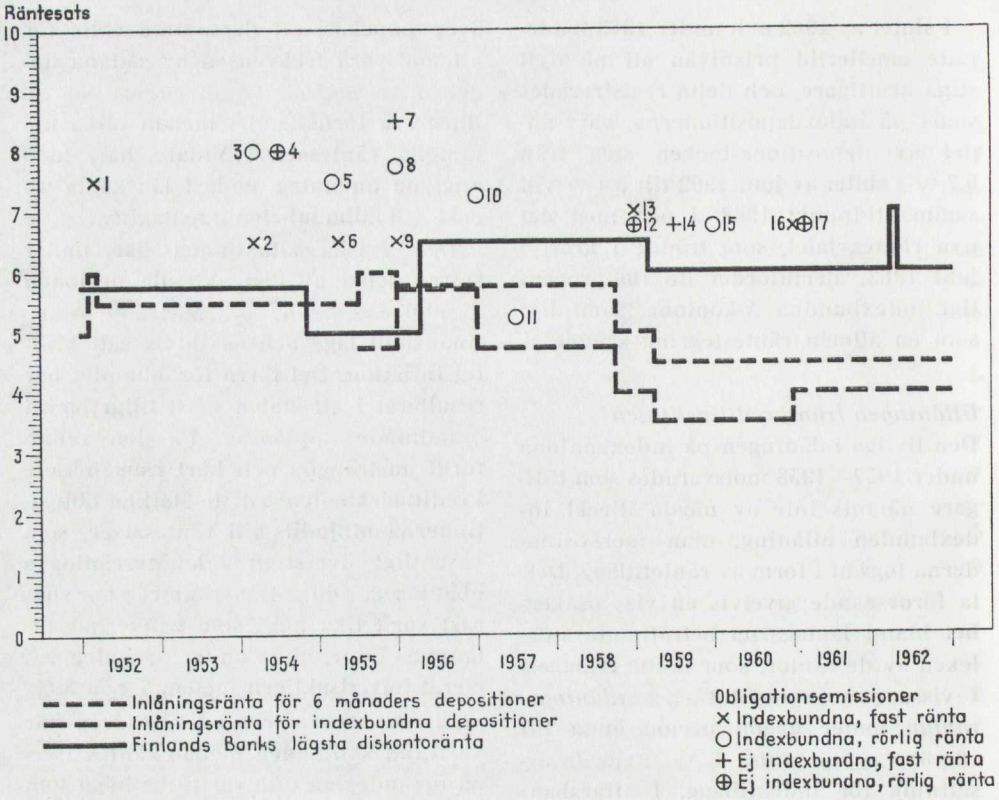


Diagram B 4:1. Räntor på den finska kreditmarknaden.
Bankernas inlåningsräntor och obligationsräntan.

Exempel på obligationsemissioner:

1) Helsingfors stad. Till 50 % bundet vid levnadskostnadsindex.

2) Finska staten. Till 50 % bundet vid levnadskostnadsindex. Fast ränta. Emissionskurs 97½ %.

3) Finska staten. Samma indexklausul som för (2). Räntan 2½ % högre än på 6 månaders depositioner i de två största affärsbankerna.

4) Finska statens väglån. Utan indexklausul. Räntan samma som för (3).

5) Samma som (3), men med räntan 2 % högre än på 6 mån. depositioner.

6) Samma som (2), men med emissionskurs 95—98 %.

7) Finska staten. Utan indexklausul. Löptid 4 år. Fast ränta.

8) Samma som (5). Löptid 10 år.

9) Samma som (6), men med emissionskurs 95—96 %. Löptid 20 år.

10) Samma som (5), men med räntan 1½ % högre än på 6 mån. depositioner.

11) Finska staten. Till 50 % bundet vid levnadskostnadsindex. Räntan ½ % högre än på indexbundna depositioner i penninganstalterna. Lånet sålt till penninganstalterna.

12) Finska staten. Utan indexklausul. Räntan 1¾ % högre än på 6 mån. depositioner. Sålt till affärs- och sparbankerna.

13) Helsingfors stad. Till 50 % bundet vid levnadskostnadsindex. Fast ränta. Emissionskurs 99—99½ %. Sålt till försäkringsanstalterna, affärs- och sparbankerna.

14) Finska statens väglån. Utan indexklausul. Fast ränta.

15) Borgå stad. Samma indexklausul som för (13). Räntan 2¼ % högre än på 6 mån. depositioner.

16) Samma som (6), men med emissionskursen 100 %.

17) Finska staten. Utan indexklausul. Räntan 2¼ % högre än på 6 mån. depositioner.

resonemang kan föras beträffande inlåningsräntorna i bankerna.

Under den efterföljande perioden 1958—1961 var indexlån och penninglån mer jämställda ur realräntesynpunkt. Levnadskostnadsindex' stegring inskränkte sig under dessa år till 2 à 3 % per år, medan partiprisindex steg med i genomsnitt omkring 2 % per år. Den avsevärda skillnaden i ränta mellan statsobligationer å ena sidan och inlåningen i bankerna å den andra har dock inte tenderat att minska. De ränterörliga obligationerna har i allmänhet erbjudits till en ränta, som med 1½—2 % överstiger räntan på 6 månaders depositioner i affärsbankerna.

4. Beskattning av indexlån

Enligt finländsk skatterätt jämställs indextillägg vanligen med ränta och räknas som skattepliktig inkomst. Denna ståndpunkt har kommit till uttryck i ett antal av högsta förvaltningsdomstolen meddelade utslag. Man har dock endast tagit med under beskattningsåret utbetalda indextillägg. *Kontantprincipen* har alltså tillämpats. Samtidigt har låntagare tillåtits att göra avdrag från sin beskattningsbara inkomst för indextillägg, som bokförts under beskattningsåret enligt utslag meddelade åren 1959 och 1960.

En redogörelse för de finländska skattelagarnas principiella ståndpunkt till frågan huruvida indextillägg utgör skattepliktig inkomst respektive avdragsgill kostnad har lämnats av *Antti Suviranta* i en artikel om »Beskattningen av indexreglerade lån i Finland». Ur denna artikel, som publicerats i Svenska bankföreningens tidskrift »Ekonomisk revy» häfte 2 år 1959, återges följande avsnitt:

»Den finska skattelagstiftningen tog intill helt nyligen ej mera hänsyn än den svenska till förändringarna i penningvärdet och åtminstone formellt anses en mark alltjämt alltid vara värd en mark. Om en person lånar ut 100 mark med indexvillkor och, sedan penningvärdet sjunkit till hälften, återfår 200 mark, anses han alltså ha gjort en vinst på 100 mark och gäldenären en lika stor förlust. För en skattelagstiftning, som hyllar principen om ett konstant penningvärde, är huvudfrågan vid beskattningen av indexreglerade lån den, huruvida dylika vinster och förluster — i det följande kallade indexvinster och -förluster till skillnad från de reella inflationsvinsterna och -förlusterna — utgör skattepliktig inkomst resp. får avdragas vid beskattningen.

För indexvinsternas del har frågan i Finland besvarats jakande i alla fall som förekommit i Högsta förvaltningsdomstolens publicerade praxis. Svaret är fullt klart om indexfordringen ifråga tillhör borgenärens omsättningstillgångar. Men även om fordringen faller utanför borgenärens affärsverksamhet — den kan ha uppstått genom placering av egna sparmedel — anses indexvinsten skattepliktig oberoende av hur länge fordringen innehafts av borgenären. En sådan indexvinst betraktas nämligen icke som realisationsvinst utan som annan 'tillfällig vinst'. Följaktligen kan de tidsbestämmelser, som gäller för realisationsvinster, icke tillämpas i detta fall.

Avsevärt mera begränsad har rätten till avdrag för indexförluster varit. Någon avdragsrätt för tillfälliga förluster, som icke är att betrakta som realisationsförluster, känner lagen icke till. Följaktligen har indexförluster kunnat avdragas endast i de fall de kunnat anses såsom kostnader för inkomstens förvärvande (naturligt avdrag). Så är emellertid enligt hittillsvarande praxis fallet endast då lånet upptagits för anskaffning av omsättningstillgångar eller gått till finansiering av affärsverksamheten i allmänhet. Har däremot lånet upptagits t. ex. för anskaffning av anläggningstillgångar eller för studier eller andra konsumtionsutgifter, betraktas uppkommen indexförlust som tillfällig förlust (kapitalförlust) och är därmed icke avdragsgill.

Vad här sagts gäller emellertid enbart indexförluster på själva kapitalet. Därest även räntan bundits vid index, utgör indexförhöjningen en del av räntan och får avdragas på samma sätt som 'grundräntan'.»

Om sålunda indextillägg enligt finsk rätt i princip utgör skattepliktig inkomst, är denna regel genombruten av en mångfald interimistiska undantaganden, som under vissa förutsättningar medför skattefrihet för indextillägg. De skattelättnader som här skall tas upp gäller bankdepositioner och statsobligationer. Även i fråga om obligationer, som emitterats av annan än staten samt beträffande vissa andelsbevis och skuldförbindelser finns bestämmelser om skattelättnader. Dessa behandlas dock inte här.

Skattelättnader för depositioner

Penningkapital placerat i depositioner och obligationer har under 1950-talet i allmänhet varit helt befriat från såväl inkomst- som kapitalskatt. En viktig motivering till denna bestämmelse torde ha varit att skattebefrielsen skulle utgöra en om än ringa så dock kompensation för de inflationsförluster, som uppstått för långivarna. (Denna ståndpunkt har bl. a. hävdats av *R. von Fieandt* i en artikel i Nordisk Försäkringstidskrift 1959, häfte 1.) Skattebefrielsen har i strid mot denna uppfattning utsträckts till att gälla även vissa indexbundna placeringar, som ju utgör ett slags reala tillgångar.

För depositionernas del har detta tagit sig följande uttryck. Fysisk person och oskift dödsbo är fritagna från inkomstbeskattning för ränta på deposition, som i inhemsk bank, sparbank, andelskassa, postsparbanken eller andelslags sparkassa insatts på kapitalräkning eller sparräkning eller mot depositionsbevis för minst sex månader och som inte är indexbunden eller är indexbunden intill högst hälften av indexstegringen. Till skattefri inkomst för fysisk person och oskift dödsbo hänföres jämväl indexgottgörelse för sådan ovan avsedd deposition, som är högst till hälften indexbunden. Inte någon av ifrågavarande depositioner inräknas i fysisk persons eller oskift dödsbos skattepliktiga förmögenhet.

Dessa bestämmelser hänför sig närmast till år 1961. Under 1962 utgjorde ränta på indexbundna lån skattepliktig inkomst och kapitalet skattepliktig förmögenhet. Indexgottgörelsen var dock fortfarande skattefri för depositioner med högst 50-procentig indexklausul.

Detta betyder, att även indextilläggen på de under juni år 1963 återinförda A-kontona är beskattningsbar inkomst.

Skattelättnader för statsobligationer

Obligationer utan index- eller valutaklausul har i likhet med vad som gäller för icke indexbundna depositioner varit helt befriade från både inkomst- och förmögenhetsskatt. Likheten med depositioner gäller även vid *indexbundna* obligationer såtillvida att om bindningen vid index (eller valuta) varit högst 50-procentig, har dessa varit befriade från skatt på såväl ränta och indexgottgörelse som på kapital. Denna skattefrihet har dock inte berört aktiebolag, föreningar eller andra sammanslutningar.

Under 1961 slopades skattefriheten för ränta och kapital beträffande obligationer med index- eller valutaklausul. Indexgottgörelsen är dock fortfarande skattefri för obligationer med högst 50-procentig index- eller valutaklausul.

Danmark

1. Dansk utredning år 1955

I oktober 1954 tillsattes i Danmark en utredning, bestående av två universitetsekonomer, fem representanter för kreditväsendet och tre för finansministeriet, med uppgift att utreda frågan om

värdesäkring av sparandet. Den danska kommittén arbetade under samma tid som Palander utförde sitt arbete för Penningvärdesutredningen, men någon kontakt mellan de två undersökningarna har inte förelegat. Det danska betänkandet »Betænkning om værdifaste obligationer med videre» överlämnades i december 1955. Betänkandets innehåll refereras i kap. 1.2.

2. Indexreglerat pensionssparande

Den 1/4 1957 trädde en ny lag om pensionssparande och pensionsförsäkring med indexreglering i kraft. Denna lag var delvis resultatet av en politisk kompromiss, då det från oppositionspartiernas sida under behandlingen av en ny folkpensionslag ställdes som villkor för medverkan att ett indexreglerat pensionssparande med vissa skatteförmåner samtidigt skulle genomföras.

Mot bakgrund av tillkomsten och utformningen av bestämmelserna måste det indexreglerade pensionssparandet i första hand betraktas som en socialpolitisk och inte som en penningpolitisk åtgärd. Lagen ansluter därvid till den linje med staten som garant för indexregleringen och utan räntedifferens mellan indexkonton och andra konton, som framförts av den ovan omnämnda utredningen.

För att indexregleringen inte skall bli en »Ebberöds bank» gäller vissa maximigränser för konton och försäkringar, samtidigt som en rad andra klausuler begränsar värdet av indexregleringen.

I det danska folkpensioneringssystemet utbetalas ett grundbelopp till samtliga personer över 67 år (med undantag för vissa statstjänstemannagrupper m. fl.) — oberoende av tidigare inkomster. Detta grundbelopp är indexreglerat med den genomsnittliga inkomsten som regleringsindex. Motiveringen för ett indexreglerat pensionssparande var, att ålderdomssparandet annars skulle minska som en följd av den genomförda folkpensionsreformen. I det följande skall ges en långt ifrån uttömmande sammanfattning av lagen »om pristalsregulert alderdomsforsikring og alderdomsopsparing». Det bör framhållas, att lagen innehåller en rad särbestämmelser och klausuler, som innebär att kalkyler och jämförelser med alternativa placeringar försvåras. Det torde dock vara klart att det indexreglerade sparandet aldrig kan ge en sämre avkastning än ett icke indexreglerat privat sparande med samma storleksordning och fördelning i tiden.

Indexkontrakt

Enligt lagen får varje dansk medborgare, som har fyllt 18 men ej 52 år och som är berättigad till folkpensionens grundbelopp, teckna ett eller flera (dock högst fyra) s. k. indexkontrakt med bank, sparbank eller liv- eller pensionsförsäkringsbolag. Varje indexkontrakt innebär, att ett årligt grundbelopp utbetalas till insättaren från det år denne fyller 67 år. Kontraktet ger antingen rätt till en livränta med en löptid om minst 10 år eller en årlig utbetalning från ett bankkonto under minst 10 och högst 15 år. Grundbeloppet som är indexreglerat utgör för varje utbetalningsår och per kontrakt

$$500 \times \frac{\text{KI juli året före utbet.året}}{\text{KI juli 1956}} \text{ kr.}$$

(KI = konsumtionsprisindex).

Den 22/7 1962 utvidgades lagen så att åldersgränsen för att teckna indexkontrakt höjdes till 57 år. Samtidigt ökades antalet tillåtna kontrakt per person från fyra till sex. Varje person kan alltså därmed upprätta kontrakt för utbetal-

ning uppgående till maximalt 3 000 kr. per år mätt i 1956 års penningvärde.

För varje indexkontrakt beräknas en konstant årlig grundinbetalning, som skall betalas från det år kontraktet upprättas till dess innehavaren fyller 67 år. Även grundinbetalningarna indexregleras med konsumtionsprisindex (för året innan inbetalningen). För livräntor sker beräkningar av grundinbetalning enligt gällande tariffer. För indexkontrakten beräknas en grundräntesats som överensstämmer med den Statsanstalten for Livforsikring använder i sin tariff (f. n. 3,5 %).

Vid bankinsättning förs de successiva grundinbetalningarna och grundräntan till ett A-konto. Den överstigande räntan — dvs. skillnaden mellan bankens högsta inlåningsränta och grundräntan — överförs till ett särskilt B-konto till dess insättaren är 67 år. Utbetalningar från B-konton sker samtidigt med utbetalningarna av grundbeloppen vid 67 års ålder. Systemet med två konton motiveras med att grundräntesatsen på sparkonton skall vara densamma som beräkningsgrunderna för räntesatsen i försäkringsbolagen.

Som regel för utbetalningarna gäller att om prisindex faller, så kommer alltid det belopp som insättaren själv betalat (inkl. påförda räntor) att utbetalas. Vi har alltså här en *indexklausul med »golv»*. Hela skillnaden mellan grundbeloppet och grundinbetalningarna (=det faktiska indextillägget) betalas av staten. Med ett system av den danska typen, där de årliga kontraktsbundna inbetalningarna är indexreglerade kommer vid utbetalningen indextillägget — dvs. den del som är statens direkta kostnad — att bli störst i det fall huvuddelen av prisstegringen kommer nära utbetalningstidpunkten. I de fall prisstegringen är jämn eller större delen av denna äger rum i början av inbetalningsperioden kommer kontoinnehavaren att stå för en större del av det utbetalade beloppet. En sådan effekt är ofrånkomlig i ett system med kontraktsbundet sparande med bestämd utbetalningstidpunkt och samma räntesats som för penningsparande. Vid en jämn prisstegring kommer också de kontrakt som har haft den längsta inbetalningsperioden att erhålla det största statliga indextillägget.

Från 67 års ålder användes hela räntan på bankkonton till utbetalningar av indexreglerade grundbelopp — dvs. överräntan överföres ej till B-konto. Om bankernas räntesats därvid är större än grundräntan förlänges utbetalningsperioden i motsvarande grad, vid en lägre räntesats kan perioden förkortas.

Indextillägget utbetalas endast under kontoinnehavarens livstid. Innestående belopp ärves därvid utan indextillägg. Kontrakten kan inte överlåtas eller pantsättas och kan inte bli föremål för utmätning. Ett indexkontrakt kan uppsägas från insättarens sida både före och efter 67 års ålder. Kontraktet uppsäges med avseende på indextillägget automatiskt i det fall insättaren resterar mer än ett år med den årliga grundinbetalningen.

Beskattning

Skattefrågan för indexkontrakten blir endast aktuell för långivaren (insättaren resp. försäkringstagaren). Enligt lagen gäller följande bestämmelser för det fall långivaren uppfyller alla förpliktelser och utbetalningar sker i normal ordning: Insättningarna på indexkontona är avdragsgilla. Påförda men icke utbetalade räntor på de ackumulerade grundinbetalningarna är skattefria. Likaså är kontobehållningen undantagen från förmögenhetsbeskattning. Däremot kommer såväl utbetalningar av index-

Ålder	Index	Utbetalning motsv. egna premier utan indextillägg	Grundbelopp 2 000 kr. × index	Statligt indextillägg	Avdrag i folkpension	Statens nettobidrag
37	100,00	—	—	—	—	—
67	280,68	3 096	5 614	2 518	1 265	1 253
77	395,93	3 096	7 919	4 823	2 072	2 751
87	558,49	3 096	11 170	8 074	3 210	4 864

reglerade grundbelopp som bonusräntor att beskattas under utbetalningsåret.

I det fall kontraktet annulleras, kan insättaren/försäkringstagaren välja mellan att ta ut hela beloppet med ett skatteavdrag på 25 % av innestående medel eller att erhålla ett fribrev, som innebär att grundbeloppen kommer att utbetalas utan indextillägg. I det senare fallet kommer dessa utbetalningar att bli beskattade medan påförda men icke utbetalade räntor är skattefria och innestående behållning undantagen från förmögenhetsbeskattning. Vid kontraktsinnehavarens död gäller 25-procentregeln. När denna regel tillämpas, beskattas såväl påförda räntor som förmögenheten.

Dessa skatteregler torde vara ganska förmånliga med hänsyn till att marginalskatten torde vara större under den aktiva perioden än efter 67 års ålder. Om en person endast åtnjuter folkpension kommer utbetalningarna med nuvarande danska skatteskalor att bli helt skattefria.

Ett drag, som ytterligare förstärker intrycket av att det indexreglerade pensionssparandet får tolkas som en socialpolitisk åtgärd, är samordningen med folkpensionen. För en person, som har ett eller flera indexkontrakt, kommer nämligen avdrag att ske vid utbetalning av folkpensionens minimibelopp (som ju är indexreglerat men med en annan regleringsindex). Härvid gäller regeln att avdraget från folkpensionen inte får vara större än 35 % av skillnaden mellan det på indexkontraktet under året utbetalade beloppet och kontraktets grundbelopp uttryckt som

$$500 \text{ kr} \times \frac{\text{index i juli året innan kontraktet slutits}}{\text{index i juli år 1956}}$$

Det är uppenbart, att det för det enskilda hushållet är svårt att göra kalkyler på den samlade effekten av beskattning och folkpensionsavdrfag. Ovanstående tabell söker visa effekten av avdraget på folkpensionen. Det är därvid förutsatt en prisstegring på 3,5 % årligen. De fyra kontrakten å vardera 500 kr. i 1956 års penningvärde tänkes vara tecknade av en 37-åring år 1956. Hänsyn till beskattningen har ej tagits.

Om vi deflaterar statens nettobidrag med prisindex så kommer detta att bli vid 67, 77 och 87 års ålder resp. (då mätt i 1956 års penningvärde): 446 kr., 695 kr. och 871 kr.

3. Sammanfattande synpunkter

Det danska systemet med bundet och indexreglerat pensionssparande får med den särskilda lagstiftning som föreligger betraktas som en socialpolitisk åtgärd. Ur indexregleringssynpunkt är det en helt isolerad företeelse och inte ett led i ett program för en mer allmän indexreglering av finansiella kontrakt. Systemet fick en relativt ringa omfatt-

ning — under år 1957 tecknades ca 64 000 indexkontrakt. Under år 1962 tecknades emellertid hela 235 400 kontrakt. Sammanlagt har under perioden 1957—1962 ca 486 000 indexkontrakt tecknats. Under senare år har det indexreglerade ålderdomssparandet satts in i ett större program för att genom skattelättnader och räntepremier underlätta det privata sparandet.

Israel

1. Bakgrunden

1.1 *Några data om den ekonomiska utvecklingen*

Utvecklingen under 1950-talet har kännetecknats av en snabb ekonomisk expansion, hög investeringskvot, stort importöverskott och inflation. Bruttonationalprodukten har från 1954 till 1958 stigit med ca 100 %, mätt i fasta konsumentpriser med ca 60 % och under perioden 1958—1962 med ca 50 %, mätt i fasta priser. Bruttoinvesteringskvoten har under samma period legat mellan 25 och 30 %, medan kapitalimporten i relation till bruttoinvesteringen åren 1954—1956 varit 90—100 %, åren 1957—1958 ca ⅔ och under åren 1959—1962 ca 60 %. Konsumentprisindex har åren 1954—1961 stigit med 37 %, ökningen från 1950 utgör ca 250 %.

1.2 *Investeringarnas finansiering och kapitalmarknaden*

Den mest intressanta egenskapen hos *investeringarna* är den dominerande andel som finansieras av staten. 1954 finansierades således nära ⅔ av bruttoinvesteringen av staten och »local authorities». Denna andel har under 1950-talets senare del stadigt sjunkit och utgjorde 1958 50 % och 1962 43 %. Finansieringen med statsmedel sker från den s. k. Development Budget på i huvudsak tre vägar: statens egna investeringar, utlåning direkt till låntagarna och utlåning via banksystemet. I det sistnämnda fallet mottar bankerna inlåning från staten på s. k. Government Deposits, som sedan utlånas, oftast med specialdestination, s. k. »earmarked loans». Förutom de normala intäktskällorna, skatter och inhemsk upplåning, har staten för denna verksamhet till sitt förfogande största delen av den ovannämnda kapitalimporten, i form av transfereringar från andra stater (krigsskadeersättningar) och långfristiga lån av hjälpkaraktär.

Ett annat organ för offentlig investering och investeringsfinansiering är Jewish Agency, vars underlag — såvitt kunnat utrönas — huvudsakligen tycks bestå av transfereringar från andra länder.

En annan omständighet av betydelse i detta sammanhang är att *kapitalmarknaden*, definierad som obligations- och aktiemarknad plus institut för långfristig utlåning, av allt att döma spelar en relativt liten roll för investeringarnas finansiering, antingen denna är »offentlig» eller enskild. Framför allt är det av intresse att konstatera, att marknaden för »securities» dvs. obligationer och aktier, under 1950-talet har varit att beteckna som underutvecklad, en omständighet som för övrigt klargöres i Bank of Israels årsrapporter. Under 1950-talet har sålunda nyemissionen av obligationer och aktier i nominella belopp endast år 1954 överskridit 10 % av bruttoinvesteringsvolymen.

1955, det år då indexlånen hade sitt egentliga genombrott, var obligationer till ett nominellt värde av IL 130 milj. (israelitiska pund) registrerade på Tel Avivbörsen, medan aktiestockens nominella värde utgjorde IL 18 milj. 1959 var samma belopp IL 341 resp. 21 milj.

och år 1962 IL 701 resp. 196 milj. Och eftersom 80—90 % av nyemissionerna varit statslån eller statsgaranterade lån (emitterade av statskontrollerade företag), är det uppenbart, att investeringsfinansieringen utanför de offentliga budgeterna måste ha andra källor än värdepappersmarknaden till sitt förfogande. Under senare år har dock statens emissioner hållits tillbaka något till förmån för andra institutioner.

Så långt det framår av centralbankens årsrapporter kan dessa källor inte i någon större utsträckning utgöras av *kapitalmarknadsinstitut* i vår mening, dvs. med övervägande delen (även formellt) långfristig utlåning. Någon privat försäkringssektor existerar knappast: fondökningen inom de s. k. Insurance Companies har under 1950-talet utgjort några milj. IL årligen. De enda institut, som i försäkringsform överför allmänhetens inkomster till kapitalmarknaden, är ett stort antal »funds» (Provident, Pension and Insurance Funds), som mot i avtal fastställda avgifter tillhandahåller olika typer av försäkringar (arbetslöshets-, sjuk- och ålderdomsförsäkringar) åt de anställda. Även om fondökningen inom dessa institut visat en ständig stegring under 1950-talet, torde deras samlade utbud på kapitalmarknaden inte vara mer än ca 50 milj. IL om året. Förutom obligationsköp sysslar dessa fonder med direkt utlåning och placerar dessutom 20—25 % av fondökningen hos bankerna, där dessa insättningar grundlägger en mera långfristig utlåning.

Det finns också åtminstone två slag av institut, som sysslar med långfristig kreditgivning till vissa sektorer: s. k. Mortgage Banks för fastighetsfinansieringen och Israel Bank of Agriculture. Det senare är dock enbart ett institut för förmedling av lån från Development Budget. Mortgage Banks å andra sidan tycks inte spela någon större roll för bostadsbyggandets finansiering. Den kreditvolym, som utgick från dessa bankers egna resurser (och inte från Government Deposits) utgjorde år 1955 IL 15 milj., 1957 IL 11 milj. och 1960 IL 37 milj. (vid ett totalt bostadsbyggande på IL 200, 280 resp. 310 milj.).

Det torde dessutom finnas en del s. k. Financial Institutions, som skulle kunna vara förmedlare av långfristig kredit, men några uppgifter om deras storlek och betydelse har inte kunnat framletas ur bankens årsrapporter.

Vad slutligen beträffar de egentliga penninginstituten finns det i Israel två typer: Commercial Banks och Credit Cooperative Societies. Av allt att döma är båda affärsbanker i vår mening och sysslar med inlåning från allmänheten (varav en relativt stor del på checkräkning) och kortfristig utlåning med undantag för den utlåning, som sker på grundval av Government Deposits och försäkrinsfondernas insättningsräkningar. Banksystemets totala omslutning utgjorde år 1958 ca IL 1 100 milj., varav utlåning till allmänheten från »egna resurser» utgjorde ca IL 400 milj., från Government Deposits ca IL 270 milj. Checkräkningens andel av inlåningen utgjorde ca 40 %.

Ur det redovisade materialet skulle primärt två slutsatser kunna dragas. För det första måste investeringsfinansieringen, i den mån den inte sker med statliga krediter, till den helt övervägande delen ske antingen med »eget kapital» eller på den »privata» kreditmarknad, vars existens i olika sammanhang antydes av centralbanken. Framför allt är detta förhållande att observera beträffande bostadsbyggandet, vars andel av den totala investeringsvolymen varit mellan hälften och ⅓ under 1950-talet. Såsom framgår av tabell B 4:1 har bostadsbyggandet till en stadigt

Tabell B 4:1 Offentlig finansiering[1] *av bruttoinvesteringen, %*

(Procenttalen är genomsnitt för tvåårsperioder)

Näringsgren	1955—1956	1957—1958	1959—1960	1961—1962
Jordbruk	74	56	79	83
Industri	29	37	35	32
Mineraler och olja	63	95		10
Elkraft	78	67	30	18
Transport ...	71	76	73	50
Handel och andra tjänster	74	40	57	43
Bostäder	58	48	41	34
Totalt	54	54	53	43

[1] I huvudsak från staten, kommunerna, Jewish Agency och Jewish National Fund.

sjunkande andel finansierats av samhället. I betraktande av det märkliga förhållandet, att institut för fastighetsfinansiering tycks i stort sett saknas, måste här de boende själva svara för en väsentlig del av finansieringen (såsom också antydes i bankrapporterna). För det andra har den av statlig upplåning dominerade kapitalmarknaden svarat för en liten bråkdel av de långfristiga krediterna, som i stället har sitt ursprung i den stora statliga upplåningen utomlands.

Ett sätt att förklara kapitalmarknadens obetydliga roll i Israel är att hänvisa till kapitalimporten, vars storlek i förhållande till bruttoinvesteringarna otvivelaktigt tyder på en mycket låg sparkvot (långt under 10 % av bruttonationalprodukten). Nu tycks Bank of Israel inte vara så säker på innebörden av sina beräkningar beträffande det inhemska sparandets storlek och man antyder att det är större än nationalräkenskaperna visar (vilket med andra ord betyder att en del av kapitalimporten går direkt till konsumtion).

2. Indexlånemarknaden

2.1 *Frågeställningar*

Trots sin relativt korta livslängd har den israelitiska indexlånemarknaden kommit att tilldra sig en viss uppmärksamhet. Orsakerna härtill kan antas vara bl. a. följande. De på obligationsmarknaden emitterade lånen har med stor enhetlighet varit av den »fullkomliga» typen (där valfriheten mellan prisnivåindex och dollarkursen som kontraktsenhet spelat mindre roll), medan möjligheterna till överblick över indexlånemarknader i andra länder, främst Frankrike, minskats av lånens heterogenitet med avseende på kontraktsenheten. Vidare har indexlånen i Israel införts på en obligationsmarknad, som (inte helt riktigt) antagits vara en någorlunda utbyggd och väl fungerande marknad, vilket i mindre grad gäller t. ex. Finland med detta lands mycket outvecklade kapitalmarknad.

Men det som framför allt gjort att den israelitiska indexlånemarknaden ansetts vara värd ett närmare studium är indexlånens snabba expansion, som bl. a. tagit sig uttryck i att emissioner av nominallån och aktier i stort sett upphört efter deras tillkomst, samtidigt som kurserna på nominalobligations- och aktiemarknaden sjunkit mycket kraftigt. En analys av de faktorer, som medverkat till denna utveckling, torde tvivelsutan vara av intresse i första hand för frågeställningen om den process beträffande kapitalmarknadens struktur och marknadsfunktioner, som kan tänkas starta i och med att indexlån införes. Dessa fenomen i samband med den israelitiska indexlånemarknadens uppkomst har först påvisats i den svenska diskussionen av *Kragh* (Värdebeständighet — teori i Sverige och praktik i Israel, Ekonomisk Revy nr 5/1958). Han har där också berört en annan egenskap hos denna marknad: realrän-

Tabell B 4:2 Värdepapper registrerade på Tel Avivbörsen
Nominellt värde per den 31/12. IL milj.

	1955	%	1957	%	1959	%	1961	%	1962	%
Statsobligationer[1]	118	(91)	155	(78)	215	(63)	244	(50)	336	(48)
Statsgaranterade obligationer	12	(9)	30	(15)	61	(18)	69	(14)	70	(10)
Övriga obligationer			15	(7)	65	(19)	176	(36)	295	(42)
Summa obligationer	130	(100)	200	(100)	341	(100)	489	(100)	701	(100)
därav bundna till dollar eller index	—	—	125	(63)	268	(79)	406	(83)	622	(89)
Aktier	18		19		21		138		196	

[1] Av tillgängligt material framgår ej huruvida Tavei Dollar-lånet ingår i dessa siffror. Att döma av reallånens stora andel redan 1956 (50 %) och 1957 (63 %) torde dock så vara fallet.

Anm.: Statsgaranterade obligationer utges av samhällsägda eller statskontrollerade företag.

tan på indexlånen har hållits stabil sedan indexlånemarknadens genombrott år 1955, samtidigt som avkastningen på nominalobligationer antagit en storlek, som gör att differensen mellan real- och penningräntor kan antas motsvara en representativ (och föga föränderlig) prisnivåförväntan hos den israelititska allmänheten.

Denna sistnämnda omständighet borde föranleda frågan, hur den ekonomiska politiken anpassats till indexlånen och de erfarenheter beträffande deras värde ur penningpolitisk synpunkt som gjorts. Helt allmänt gäller frågan här i vilken utsträckning indexlånen fungerat i stabiliserande riktning.

Andra frågeställningar, som föranledes av indexlånens uppkomst i Israel, och då främst deras snabba expansion på obligationsmarknaden, är i vilken utsträckning indexregleringen utbrett sig bland finansiella kontrakt i allmänhet. Det torde också vara uppenbart, att det blotta faktum att en indexlånemarknad finns i Israel föranleder frågor, hur vissa tekniska problem lösts: beskattningen av indexlånen, fastighetsfinansiering med indexlån och därav följande säkerhetsproblem.

Av alla de olika frågeställningar som den israelitiska indexlånemarknaden skulle kunna ge upphov till, återfinns i denna promemoria i stort sett endast de, som aktualiserats av det tillgängliga materialet (vilket består av Annual Report 1955—62 från Bank of Israel samt bankens Bulletin nr 5—18).

2.2 *Obligationsmarknaden*

De i Israel före 1955 emitterade reallånen torde inte påkalla någon större uppmärksamhet i detta sammanhang. Förutom ett lån från 1952 reglerat efter priset på cement (en typ av reallån med »specialindex» som fått ett mycket litet antal efterföljare i Israel)[1] emitterades före detta år endast två indexlån av format, nämligen det s. k. Tavei Dollarlånet och s. k. Saving Bonds, båda lånen utgivna av staten under år 1951. Tavei Dollar-lånets obligationer har sitt nominella (påtryckta) värde i dollar, återbetalas i IL efter gällande dollarkurs under åren 1959—1968 och bär räntan 3,5 %. Emissionsbeloppet var 25 milj. dollar och obligationerna såldes endast

[1] Undantagen från regeln är de båda statliga sparprojekt, som avser bostadssparande resp. sparande för förvärv av andelar i citronlundar.

Tabell B 4:3. Nyemissioner.
IL milj.

	1955	1958	1959	1960	1961
Staten och kommunerna	12	44	38	48	50
därav reallån %	—	48	59	56	68
Statsgaranterade	10	20	44	14	132
reallån %	100	100	100	100	
Övriga	0,1	21	55	17	
reallån %	—	100	100	100	
Totalt	22	85	130	79	182
reallån %	46	73	93	73	?
Aktier	2	0	0,5	26	51
Summa emitterade värdepapper	24	85	131	105	233

i utbyte mot utländska värdepapper, som därmed övertogs av staten. Sparobligationerna är personliga skuldebrev, emissionsbelopp IL 5 milj., åtta års löptid, räntevillkor 2 % (ackumulerad ränta).

Dessa olika sifferserier ger utan tvivel en bild av indexlånemarknadens utveckling i Israel, som överensstämmer med den som Kragh skisserat: efter 1955 dominerar indexlånen helt på obligationsmarknaden och aktiemarknaden visar en kraftig stagnation beträffande nyemissionerna. Men man kan också få en uppfattning om vissa andra egenskaper hos den israelitiska obligationsmarknaden, som avsevärt minskar värdet av eventuella slutsatser beträffande effekten av indexlånens införande.

För det första torde det redan av framställningen i avsnitt 1.2 ha framgått, att obligationsmarknaden i Israel såväl före som efter indexlånens tillkomst är av en mycket blygsam omfattning. Fram till 1956, det år då indexlånen »slog igenom», hade under de 7—8 år, som staten Israel existerat, summa 16 statslån till ett värde av ca IL 120 milj. registrerats på börsen, medan den enskilda sektorns utbud av värdepapper (obligationer + aktier) under samma tid hade ett nominellt värde av ca IL 30 milj. med ungefär 30 företag och finansinstitut som låntagare.[1] (I obestämd utsträckning är detta dock en underskattning av värdepappersmarknaden i Israel, eftersom enligt centralbankens uppgifter en i varje fall nämnvärd marknad för icke börsregistrerade värdepapper finns.) Under de tre åren 1956—1958, då indexlånen behärskat värdepappersmarknaden, har *obligationer* för ca IL 200 milj. emitterats, varav 13 statslån på tillsammans 126 milj., statsgaranterade lån på summa 60 milj. samt sju »privata» emissioner på tillsammans ca 25 milj. Nyemissionerna av *aktier* inskränker sig däremot till högst IL 4 à 5 milj. Under perioden 1959—1962 ökade dock aktieemissionerna väsentligt. Under 1960 emitterades aktier för IL 26 milj., under 1961 för IL 51 milj. och under 1962 för IL 34 milj. Under samma period emitterades obligationer för sammanlagt ca IL 400 milj.

Om man vill formulera ett omdöme på grundval av denna information, borde det vara att indexlånens tillkomst ingalunda inneburit att en blomstrande och väletablerad marknad för nominal-

[1] Observeras bör att dessa uppgifter gäller de ult. 1955 *registrerade* lånen. Summan emissioner är naturligtvis större, eftersom amorteringar förekommit.

obligationer trängts tillbaka. Tvärtom förefaller det ganska klart, att den israelitiska obligationsmarknaden före 1956 fört ett tynande liv med några få emissioner till ett maximalt belopp av ca IL 25 milj. per år.[1]

Den före 1956 existerande penning-obligationsmarknadens karaktär av fungibel marknad sätts i än högre grad under debatt, om man närmare granskar egenskaper och villkor hos de statslån, som kvantitativt sett dominerat denna marknad. Av de av Bank of Israel ult. 1955 förvaltade statslånen i inhemska valutaenheter, där det nominella värdet av utelöpande obligationer utgjorde IL 101 milj., var för det första ca 23 milj. de tidigare nämnda indexreglerade Saving Bonds. Återstoden 78 milj. fördelade sig på följande lån:

1) »Prize Bearing Popular Loans», dvs. premieobligationer. 6 st. lån, utelöpande ca IL 29 milj.
2) »Mandatory Bearer Bonds», utgivna 1944—1946 av mandatärregeringen (1 % ränta + 2 % vinstutlottning). 4 st. lån, utelöpande ca 4 milj.
3) 3 % Government Loans. 4 st. 5-åriga lån, endast avsedda för affärsbankerna, som enligt lag och kreditreglering tvingas investera viss del av sina likvida medel i dessa papper. Utelöpande ca 20 milj.
4) 1 st. »Compulsory Loan» av år 1952. Ett »tvångslån», som avsåg plikt att vid inlösen av vissa föråldrade sedlar mottaga 10 % av sedelvärdet i statsobligationer, 4 % ränta, utelöpande ca 20 milj.
5) 1 st. »Government Bonds», emitterade 1953 till ägare av vissa utländska värdepapper, som tvångsinlöstes av staten. 3,5 % ränta, utelöpande ca 2 milj.
6) 1 st. 3,5 % »War Loan», emitterat 1949. Utelöpande ca 5 milj.
7) 1 st. 3 % »National Loan», emitterat 1948, i stort sett inlöst.

Det torde med önskvärd tydlighet framgå av det ovanstående, att en mycket stor del av de under 1950-talets första del emitterade statslånen var antingen premieobligationer eller också lån av en så speciell karaktär, att de närmast är att beteckna som tvångsmässigt genomförd upplåning. Ett indicium på den sistnämnda egenskapen är de låga och av marknadsförhållandena i stort sett oberoende räntesatserna (medan räntorna för nyemitterade privata lån varit stigande under samma period, se avsnitt 3.2 nedan).

Man skulle därför kunna påstå, att de »marknadsmässiga funktionerna» före 1956 i stort sett varit förbehållna de privata obligationsemissionerna, vilka — med hänsyn tagen till de säregna förhållanden som rått för statsupplåningen — närmast kan sägas i denna mening ha dominerat obligationsmarknaden trots sitt förhållandevis obetydliga kvantitativa omfång.

Indexlånemarknadens tillkomst skulle sålunda ha inneburit i första hand, att *staten* och de statskontrollerade företagen fått ett ordentligt insteg på obligationsmarknaden och då närmast i den formen, att indexlånens tillkomst sammanfallit med den israelitiska obligationsmarknadens första ordentliga expansion. Den statliga dominans, som därmed skapats av indexlånen, har vidare förstärkts av att privata emittenter efter 1955 inte förekommit vare sig på

[1] Den snabba inflationen i Israel under första hälften av 1950-talet gör naturligtvis jämförelser i tiden mellan absoluta belopp vanskliga. Totala nyemissionen 1955 var således drygt 20 milj. IL. En årlig nyemission av denna storleksordning mellan 1950 och 1955, varunder prisnivån steg med ca 160 %, borde otvivelaktigt tyda på att obligationsmarknaden i reala termer och i relation till andra relevanta storheter, t. ex. nationalinkomsten, kraftigt stagnerat.

penning- eller realobligationsmarknaden förrän några smärre privata emissioner börjar uppträda under 1958 och 1959.

2.3 *Indexlån utanför obligationsmarknaden*

Den underutvecklade obligationsmarknaden gör att det förefaller väsentligt att undersöka i vilken utsträckning kreditmarknaden i övrigt blivit föremål för indexregleringar och vilken innebörd som kan ges åt utvecklingen i detta avseende.

Den mest notabla omständigheten i fråga om indexlånens utbredning synes vara att de såvitt framgår av centralbankens rapporter inte tycks ha spritt sig till banksystemets in- och utlåning. Både affärsbankerna och Credit Cooperative Societies skulle således ha sin i förhållande till kapitalmarknaden, sådan den här definierats, betydande kreditvolym på nominell basis (med ett väsentligt undantag, se nedan). Inte ens de s. k. Savings Schemes, som är av staten auktoriserade sparräkningar med vissa skatteförmåner (räntan på belopp innestående mer än tre år är skattefri), har i allmänhet försetts med indexklausul.

För kapitalmarknadsinstitutens del (Provident etc. Funds och Mortgage Banks) föreligger ingen entydig uppgift beträffande eventuella indexregleringar av deras direkta utlåning till allmänheten, men åtminstone för inteckningsbankernas del förefaller det klart, att inteckningslånen indexregleras. Deras centrala finansinstitut, General Mortgage Bank, emitterade sålunda 1958 ett dollarbundet obligationslån.

Det privata försäkringsväsendet dröjde ända till 1957 innan man introducerade realförsäkringar. I mars detta år gavs allmänheten möjlighet att mot engångspremie köpa en livförsäkring vars kontrakt gällde för 10 år i sänder. Senare under året infördes indexklausuler i den reguljära rörelsen. Försäkringsbelopp och premier anknöts till konsumentprisindex eller dollarkursen, efter försäkringstagarens fria skön. För finansieringen valdes en metod, som ytterligare förstärker intrycket av den israelitiska kapitalmarknadens ofullkomlighet: ett avtal slöts mellan livbolagen och Palestine Electric Corp. att detta företag skall utge reallån garanterade av staten med livbolagen som köpare, vars löptider överensstämmer med realförsäkringsstockens ålderssammansättning.

Det enda område utanför obligationsmarknaden, där reallånen nått en kvantitativt betydande omfattning, är — med reservation för informationens eventuella ofullständighet — statens utlåning från Development Budget antingen direkt eller via banksystemet och andra kreditinstitut från de s. k. Government Deposits. Enligt bankens rapporter borde den absoluta huvuddelen härav vara bunden till index eller dollar. Och eftersom minst hälften av bruttoinvesteringarna finansieras på något av dessa sätt, måste statsutlåningens indexreglering för låntagarnas del spela en avsevärt större roll än obligationsmarknadens dominans av reallån.

Statsutlåningens indexreglering är dock inte 100-procentig (vilket däremot är fallet med obligationslånen). För indexklausulen, som infördes i slutet av 1956 men avsåg lån givna fr. o. m. 1954, gällde 1958 följande bestämmelser.

Lån med löptid under 2 år:	ingen indexreglering	
—»—	2—5 år:	50 % »
—»—	5—7 år:	60 % »
—»—	över 7 år:	70 % »

Dessutom bör observeras att finansministern kan medge undantag från dessa villkor.

Även om de anförda data stämmer med den allmänna föreställningen, att

det i dag i Israel i stort sett inte finns någon långfristig kreditgivning som inte är indexreglerad, måste den dock utsättas för vissa väsentliga modifikationer, samtidigt som det kan ifrågasättas om denna utveckling är en följd av att en marknad för indexobligationer uppstått. För det första framgår av det inledande avsnittet, att en väsentlig del av framför allt industrins investeringar och bostadsbyggandet finansieras på annat sätt än via statsutlåning och den reguljära kapitalmarknaden. I den mån det således finns en »fri» kapitalmarknad, centralbanken är föga meddelsam på den punkten, torde den snarare karaktäriseras av illegala räntor (se avsnitt 3.1 om räntelagstiftningetn) än indexreglering, såvitt framgår av bankens rapporter. För det andra är det svårt att ge indexregleringen av det mest betydande kreditutbudet, statsupplåningen, något direkt samband med realobligationsmarknadens »genombrott». Någon redogörelse för skälen till att denna statsutlåning indexreglerades ges ej i bankrapporterna. Utlåningens syfte är dock uppenbarligen att till gynnsammare villkor än »marknadens» finansiera de prioriterade investeringarna (som f. ö. är jordbruk, industri och bostadsbyggande i de s. k. Development Areas).

Om sålunda de speciella förhållanden, som råder på den israelitiska kapitalmarknaden (framför allt de statliga krediternas dominans och de prisbildningshinder som skapas av räntemaximeringslagen, se avsnitt 3.1), gör det föga meningsfyllt att dra generella slutsatser om innebörden av de israelitiska indexlånens »spridningseffekt», är däremot deras spridning på låntagarkategorier fullständig. Inga undantag t. ex. beträffande bostadsbyggande och jordbruk har, såvitt kunnat utrönas, förekommit.

I själva verket torde den fråga, som man framför allt har anledning att ställa sig, vara varför indexlåneformen *inte* spritt sig till den korta kreditmarknaden, i första hand bankernas inlåning. I varje fall kan den frågan, som skall visas i det följande, inte besvaras med en hänvisning till den räntepolitik som förts.

3. Indexlånens verkningar

3.1 *Penningpolitikens förutsättningar*

De allmänna förutsättningarna för den ekonomiska politik, som under 1950-talet förts i Israel, torde väl någorlunda tillfredsställande anges av försöken att åstadkomma samhällsekonomisk balans i ett samhälle med mycket stora (och bl. a. av immigrationen naturnödvändiga och ständigt växande) investeringsbehov *plus* den ekonomiska bördan av ständig krigsberedskap. Inskränkes resonemanget till penning- och kreditpolitiken framgår av centralbankens egna rapporter att man upprepade gånger tvingats kapitulera inför dessa krav och släppa igenom inflationistiska expansioner av investeringsvolym och statsupplåning.

De mot denna bakgrund mera specifika inslag i den israelitiska penningpolitiken, som i detta sammanhang förtjänar att begrundas, är följande, sådana de framgår av centralbankens rapporter. För det första har man genomfört en omfattande prioritering av investeringarna. Denna sker i huvudsak genom 1) den offentliga utlåningen, 2) centralbankens rediskontering som endast avser prioriterade krediter, 3) i den kvantitativa regleringen av bankkrediterna (likviditetskvoter och utlåningstak) ingående kvalitativa kontroller. Dessutom har man försökt locka banker, försäkringsfonder och liknande till vidgade obligationsplaceringar (lagbe-

stämmelser härom finns beträffande bankerna, som måste placera vissa kvoter i ett bestämt slag av obligationer, s. k. 3 % Government Loans). Däremot framgår inte huruvida man har en fullständig emissionskontroll på obligationsmarknaden (vissa formuleringar tyder på motsatsen).

För det andra är centralbankens möjligheter att påverka den allmänna räntenivån (i varje fall enligt dess egen bedömning) utomordentligt små. 1) Kapitalmarknadens ringa omfattning och den obetydliga omsättningen på obligationsmarknaden gör ingrepp i dess prisbildning ineffektiva som medel att påverka den långa räntan och/eller likviditeten. (Denna pessimistiska syn utesluter naturligtvis inte att marknadsingrepp faktiskt förekommer, se nedan avsnitt 3.3). 2) Centralbankens enda väg att påverka de korta räntorna, framför allt bankräntorna, är via diskontot. Men eftersom de israelitiska bankerna i god anglosachsisk tradition ingalunda följer diskontoförändringarna så lydigt som t. ex. de svenska bankerna, är effekten av en sådan politik begränsad till de (prioriterade) krediter som ges med rediskonterade medel. Och dessa är av litet omfång: 4—5 % av totala bankutlåningen till allmänheten. 3) För den utomstående bedömaren förefaller dock den väsentliga orsaken till att centralbankens räntepolitik kunnat ges ett så litet utrymme vara att man i Israel dras med en räntemaximeringslag. Enligt den s. k. Ottoman Law från 1800-talets slut kriminaliserades t. o. m. 1956 alla räntekrav över 9 % per år. I en ny lag från 1957 är högsta legala ränta 11 % med undantag för lån till jordbruks- och industriändamål (10 %) samt indexlån (6,5 %). Och eftersom räntenivån genomgående stått vid dessa olika tak, som dessutom med allehanda metoder överskridits (t. ex. genom indexlånens införande), har centralbanken tydligen sett som sin uppgift att söka avlägsna räntenivån från den farliga närheten till det kriminella. Att i ett läge med ett konstant efterfrågeöverskott på kredit och en illegal marknad där räntor på 15—24 % varit vanliga söka förmå bankerna att sänka utlåningsräntorna *under* det legala taket synes därför ha varit centralbankens ganska naturliga misslyckande. Däremot förefaller man att ha varit mera framgångsrik i försöken att hålla räntesatsen på indexobligationer vid de lagstadgade 6,5 %, se nedan 3.3.

3.2 *Indexlån och räntenivån*

Tabell B 4:4. Obligationskurser på Tel Avivbörsen och konsumentpriser 1950—1961.

Årsgenomsnitt, 1950 = 100

Period	Reallån[1]	Övriga obligationer[1]		Konsumentprisindex[2]
		Statliga	Icke-statliga	
1950	100	100	100	100
1951	111	98	100	114
1952	133	98	96	180
1953	204	98	90	231
1954	291	99	87	259
1955	266	100	82	274
1956	277	100	78	292
1957	295	104	76	311
1958	312	104	77	321
1959	322	103	81	326
1960	313	103	92	333
1961	325	101	96	355

1 Källa: Bank of Israel Bulletin (March, 1963), No 18.

2 Källa: Bank of Israel, Annual Report 1960 och 1962.

Den ovanstående tabellen över kursutvecklingen på den israelitiska obligationsmarknaden ger otvetydig information på åtminstone två punkter. För det första har kursutvecklingen på realobligationer företett en nästan fullständig överensstämmelse med prisindex, vilket

innebär att deras reala avkastning varit stabil och på samma höjd som obligationernas nominella räntesatser, dvs. 6—6,5 %. För det andra har nominallån utgivna av andra än staten visat stadigt fallande kurser, vilket uttrycker den omtalade stigande avkastningen på dessa obligationer.

Kragh (a.a.) har anfört eller i varje fall antytt en mycket extensiv tolkning av dessa företeelser, nämligen att man via indexlånen kunnat etablera en »jämviktsränta» i realer, som dessutom av en lycklig slump blev densamma som den första emissionens (under år 1955) nominella räntesats. Den fortlöpande räntestegring, som ägt rum i Israel under 1950-talets första hälft, åskådliggjord i de icke-statliga obligationernas kursutveckling[1], skulle således ha förlösts i och med indexlånemarknadens uppkomst. Då steg avkastningen på penningobligationer till 12 % (genomsnitt i slutet av år 1956), vilket med hänsyn till att prisstegringen åren 1955—1957 var 6 % per år enligt Kragh skulle kunna tyda på en jämviktsränta även för penninglånemarknaden.[2]

Svårigheterna torde vara stora att ur dessa och liknande omdömen om utvecklingen i Israel dra generella slutsatser beträffande indexlånemarknadens »jämviktsskapande» effekt. Å ena sidan kan man hänvisa till det förhållandet, att den israelitiska ekonomin även med indexlån fortsatt att befinna sig i obalans med en fortlöpande inflation som följd, *och* att centralbankens egen beskrivning av utvecklingen inte ger indexlånen någon plats bland de faktorer, som verkat i balansskapande riktning. Å andra sidan kan en rad förhållanden andragas, som ger reallånen en så begränsad och för Israel egenartad roll för den ekonomiska politiken, att realräntan inte haft någon chans att fungera på det i teorin avsedda sättet.

För det första kan beträffande realräntans stabilitet och därur härledda slutsatser om dess egenskaper av »jämviktsränta» andragas, att om den rådande realräntan är en jämviktsränta så har den fr. o. m. 1957 varit en lagfäst sådan, eftersom från detta år maximiräntan för indexlån i räntelagen fastställdes till (den i praktiken tillämpade) räntesatsen 6,5 % per år. Det betyder att varje tendens till räntestegring på realobligationerna måste bekämpas, oavsett marknadsläget.

Såvitt framgår av centralbankens rapporter har också en sådan tendens förelegat, dvs. kursstödjande åtgärder har måst företagas. En sådan åtgärd vidtogs under 1957, då de olika pensions- och socialförsäkringsfonderna i utbyte mot vissa skattelättnader förband sig att placera en viss del av sin fondökning i dels statsobligationer och statsgaranterade obligationer, dels i bankerna, som i sin tur förbundit sig att härav placera 60 % i obligationer. Från början skulle dessa köp gälla endast nyemitterade papper, men under 1958 utsträcktes placeringsmöjligheterna även till utelöpande obligationer. I gengäld förband sig de berörda institutionerna att inte sälja sitt obligationsinnehav.

[1] Den enda ytterligare information som står att få beträffande ränteutvecklingen före 1955 gäller räntesatserna på nyemitterade obligationslån. Denna utgjorde för icke-statliga penningobligationer omkring 4 % i början av 1950-talet, steg sedan ganska kontinuerligt för att år 1955 utgöra 8 %.

[2] Eftersom nominallånens kurser varit relativt oförändrade under perioden 1955—1959 samtidigt som den genomsnittliga löptiden måste ha sjunkit, har således räntestegringen på nominallånemarknaden under denna period fortsatt. Enligt Kragh förklaras detta av att penningobligationernas kurser nått en institutionellt betingad botten: de befinner sig nu på den nivå där det är lönande för emittenterna att återköpa, medan de institutionella placerarna håller inne sitt utbud. Under perioden 1959—1962 har dock kursindex stigit med omkring 20 %.

Den andra omständigheten, som avsevärt minskar möjligheterna att använda den israelitiska indexlånemarknaden som modellunderlag, är den tidigare berörda ringa omfattningen av obligationsmarknaden och den egentliga kapitalmarknaden över huvud. Realräntan har således haft direkt relevans ur *låntagarsynpunkt* endast för staten och de statskontrollerade företagen.

Mot detta kan två ting invändas. För det första är en betydande del av kreditmarknaden indexreglerad i och med att statens utlåning från kapitalbudgeten fr. o. m. 1957 försågs med (partiella) indexklausuler. Det bör dock ifrågasättas i vilken utsträckning realräntan tillåtits slå igenom i denna av planekonomiska och sociala skäl bestämda kreditgivning. Om de räntesatser som gällt för dessa lån är informationen visserligen bristfällig men allt tyder på att räntesatserna i reala termer här legat avsevärt lägre än på obligationsmarknaden. Centralbankens direkta information inskränker sig till påpekandet, att statens utlåning i allmänhet avser att ge låntagarna bättre villkor än de skulle få på marknaden (varmed närmast torde avses bankernas reguljära utlåning och den illegala marknaden). I varje fall anges räntesatserna för 1955 till 6 à 7 %, för 1956 till 4 % vid direkt utlåning och 6,5 % när utlåningen sker via bankerna. Efter indexregleringens införande anges räntesatserna för 1957 variera mellan 3,5 och 7,5 %.[1] Under 1962 varierade dessa värden mellan 2,5 och 5 %.

Det bestående intrycket av den israelitiska kreditmarknaden är att det här måhända i större utsträckning än annars är ganska meningslöst att tala om en räntenivå, antingen den nu definieras realt eller nominalt. Tvärtom företer räntestrukturen en till synes högst godtycklig splittring, som i första hand förefaller att vara betingad av lagstiftningen om maximiräntor. När det gäller bankernas utlåningsräntor finns det således *en* nivå i närheten av lagens maximinivå (9—10 %) i de största bankerna, en annan i de mindre bankerna, där man via tillägg i olika former närmat sig en dubbelt så hög nivå. Ovanför ligger den »privata» eller illegala marknaden med räntesatser uppåt 30 %. Centralbankens diskonto har under den aktuella perioden legat på ca 6—7 %.

Ett annat märkligt inslag i räntestrukturen är de låga räntorna på bankernas inlåningsräkningar. De högsta räntorna på bundna (nominellt garanterade) räkningar har varit ca 6 %. Något större avkastning bör spararna ha fått på de s. k. Savings Schemes, som är av staten auktoriserade bankräkningar, där räntan växer med insättningstiden och där beskattningen begränsats till högst 25 % av den årliga avkastningen. (Beskattningen av ränteinkomster synes i vissa fall ske i form av en definitiv källskatt, se nedan angående indexlånens beskattning.)

Sammanfattningsvis skulle således kunna sägas, att den israelitiska indexlånemarknadens uppkomst inte har inneburit någon väsentlig förändring av den allmänna ekonomiskt-politiska problematiken. Räntenivån på de kontrollerade eller »legala» marknaderna har sålunda även efter indexlånens införande varit för låg, eller annorlunda uttryckt: statens (manifesterade) upplåningsbehov har varit för stort. Direkt utsäges detta av motiveringen för räntemaximeringslagen av år 1957: den baserades på antagandet att i en (rådande) situation med stor kreditefterfrågan räntan i en fri marknad skulle bli högre än vad som vore önskvärt för den eko-

[1] Under samma år anges 70 % av utlåningen från Development Budget vara indexreglerad och den genomsnittliga *betalda* räntan vara 7,5 %.

nomiska utvecklingen. På grund av de oformligheter i räntestrukturen, som skapas av räntelagstiftningen och de i varje fall ytligt sett godtyckliga villkoren för den stora statliga utlåningen, är det också svårt att se om indexlånen över huvud haft någon effekt på räntenivån *utanför* den kvantitativt sett obetydliga obligationsmarknaden. I varje fall antydes inte i bankens rapporter någon sådan effekt eller ges någon beskrivning av den mekanism, enligt vilken en sådan ränteeffekt skulle kunna spridas. En märklig omständighet är i alla händelser att bankernas inlåningsräntor inte i större utsträckning påverkats av den räntehöjning, som dock faktiskt genomförts på obligationsmarknaden sedan 1955.

3.3 *Indexlånen och obligationsmarknaden*

Om det med hänvisning till det ovanstående är svårt att ge indexlånemarknaden någon självständig roll ur konjunkturpolitisk synpunkt, torde det vara något lättare att dra vissa slutsatser beträffande de rent institutionella förändringar *på obligationsmarknaden*, som inträffat i och med indexlånens uppkomst. Den avgörande egenskapen hos indexlånen synes därvid vara, att de gett staten möjlighet att kringgå lagstiftningen om högsta tillåtna räntesats: man har med andra ord genomfört en räntehöjning på sin egen upplåning utan att via lagändring behöva göra indexlånens nominala räntesats »officiell».[1] (En liknande räntehöjning har också genomförts för statens *utlåning*, ehuru såväl storleken som innebörden härav inte låtit sig klarläggas.)

Den första konsekvensen av denna politik är att den *obligationsmarknadens expansion*, som inträffat samtidigt med indexlånens införande, till en del låter sig förklaras med denna räntehöjning. Framför allt har de institutionella penningplacerarna, dvs. i huvudsak pensions- och socialförsäkringsfonderna, visat ett avgjort större intresse för obligationsmarknaden efter indexlånens tillkomst[2], medan de tidigare mest sysslat med direkt utlåning (där de, såsom antydes av centralbanken erhöll avsevärt bättre avkastning än på obligationsmarknaden). Noteras bör dock, att deras placeringsbehov också väsentligt ökat genom den växande stegringstakten i deras fonder. Däremot har affärsbankerna inte visat något stigande intresse för obligationsmarknaden, deras placeringar är i stor utsträckning nödvändiggjorda av kreditreglering och lagstiftning.

I själva verket förefaller det som om centralbanken själv skulle anse, att de senaste åren inneburit en viss omstrukturering av placerarkategorin. Såsom en väsentlig händelse anges således de institutionella placerarnas dominans på realobligationsmarknaden, medan de före 1956 emitterade penninglånen enligt bankens egen uppskattning till allra största delen köptes av privatpersoner och företag.

Även om det sistnämnda förhållandet måste innebära att *allmänhetens* (i form av hushåll och företag) obligationsköp blivit en sjunkande del av obligationsstockens ökning, torde det väl ändå inte kunna tolkas som att indexlånens införande inneburit ett *minskat* intresse för obligationsplaceringar från denna placerarkategoris sida. I varje fall ger nedanstående tabell inte belägg för att

[1] 1957 års räntelag inför direkt denna dubbelmoral genom att fixera en *nominal* ränta för penninglån och en *real* ränta för indexlån.

[2] Uppmärksammas bör dock, att detta intresse vid indexlånens oförändrade räntenivå så småningom har behövt stimulans från beskattningen.

Tabell B 4:5. Köpare av nyemitterade obligationer, relativ fördelning.

	1956	1957	1958
Pensions- o. försäkringsfonder	60	40	30
Banker	15	15	25
Andra finansinstitut och försäkringsbolag	4	5—10	18
Privatpersoner och företag	21	20—25	
Obligationer utlottade mot inlämning av viss utländsk valuta	—	15	27
Summa	100%	100%	100%

allmänhetens obligationsköp *efter* indexlånens uppkomst skulle ha minskat, i absoluta tal torde de ha ökat.

Om man jämför avkastningsnivån på de (legala) finansiella placeringsformer, som borde stå de israelitiska hushållen till buds, dvs. i huvudsak bankinsättning, spar- och premieobligationer å ena sidan och realobligationer å den andra, kan man dock inte undgå att förvåna sig över att indexobligationerna inte blivit livligare efterfrågade än att deras kurser tenderat nedåt. Det är därvid inte endast skillnaden i räntenivå som bör beaktas utan även leder skillnaderna i beskattningshänseende.

Beskattningen av indexlån har således utformats på ett sätt som borde verka till indexlånens fördel sett ur placerarsynpunkt (hur beskattningen verkar för låntagarna är däremot okänt). Även om informationen i dessa avseenden inte är fullständig torde dock i huvudsak följande gälla för indexlånens beskattning. *Ränteinkomster* från indexlån beskattas sålunda vid källan, dvs. låntagaren gör ett avdrag direkt från den utbetalda räntan. Denna skatt är vidare definitiv: ränteinkomster behöver ej upptagas i långivarens självdeklaration. Skattesatsen är »the company profits tax, levied at the rate of 25 % . . .», vilket måhända kan tolkas som att skatten antingen fixeras till 25 % eller maximeras till 25 %. Denna skatteprincip har gällt för indexlån emitterade till 6—6,5 % räntesats, medan lån med räntan 4—4,5 % har varit skattefria med avseende på ränteinkomsterna. *Indextillägget* beskattas såvitt kunnat utrönas inte alls: centralbanken hänvisar här till att alla kapitalvinster är skattefria i Israel. — Däremot är — fortfarande med reservation för missuppfattningar — ränteinkomster från alla andra finansiella kontrakt i princip föremål för vanlig inkomstbeskattning (undantag utgör bl. a. de ovan omnämnda Savings Schemes). (Se vidare avsnitt 4.)

Omständighet nr 2, som borde kunna erhålla sin förklaring mot den skisserade bakgrunden, är varför inga emissioner av penningobligationer förekommit efter 1955. I och med räntestegringen på obligationsmarknaden torde det ha varit omöjligt att emittera penningobligationer till legala räntor, dvs. omkring 10—11 %. Invändas kan dock, att möjlighet ändå borde ha förelegat att emittera penninglån till underkurser. Frågan är då om denna metod att öka avkastningen är förenlig med räntemaximeringslagens bestämmelser.

Däremot svävar man fortfarande i ovisshet om varför så få icke-statliga emissioner av indexlån förekommit. Några funderingar kring detta problem kan dock andragas. För det första framgår inte av centralbankens rapporter, *om* man har någon emissionskontroll och hur den i så fall fungerat. För det andra bröts tendensen under 1958, då fyra privata låntagare emitterade dollarlån till ett sammanlagt värde av IL 21 milj. (ungefär ¼ av samtliga emissioner). För det tredje kan räntenivåns splittring och framför allt de möjlighe-

ter till relativt billig upplåning direkt eller indirekt från statsbudgeten ha spelat en viss roll för att få företagen att avstå från indexlåneemissioner. En viktig fråga i detta sammanhang är hur beskattningsförhållandena för indexlån tett sig ur låntagarsynpunkt jämfört med penninglån.

En annan fråga, som väntar på svar, är varför kurserna på *statliga penningobligationer* varit så stabila under hela 1950-talet och t. o. m. visat en svag stegring. Eftersom huvuddelen av denna obligationsstock måste utgöras av de extremt lågförräntade papper, som utgavs före 1956 (med räntesatser kring 3—4 %, se ovan avsnitt 2.2), måste man här förutsätta en mycket framgångsrikt bedriven marknadspolitik, såvida inte speciella institutionella förhållanden, t. ex. de många »tvångslånen» med åtföljande specialdestination i fråga om köparkategorier, påverkat kursbildningen i denna riktning. En liknande roll kan den stora andelen premielån i denna stock ha spelat. Å andra sidan, om kursutvecklingen på de statliga penninglånen är ett resultat av medveten politik, vore det av intresse att få veta dels skälen för en dylik politik dels hur man kunnat upprätthålla en sådan kurssplittring på penningobligationsmarknaden.

Det kan i detta sammanhang påpekas, att de statliga penninglåneemissionerna under perioden 1956—1958 inskränkt sig till s. k. Saving Certificates eller Saving Bonds, som löper med en kapitaliserad ränta på 3—6 % (räntesatsen stiger med löptiden och är dessutom helt skattefri). Vidare har vissa premielån till mindre belopp utgivits. Huvudparten av premielånen tycks dock ha varit indexreglerade på så sätt, att kapitaldelen bundits till dollarkursen medan vinstsumman satts i en viss relation (3—5 %) till obligationernas ursprungliga nominella värde.

3.4 *Indexlånen och aktiemarknaden*

Det mest framträdande draget i den israelitiska kapitalmarknadens utveckling har varit den nedgång i *aktiekurserna,* som inleddes samma år som indexlånemarknaden startade, dvs. år 1955, och som sedan fortsatt fram till 1959. Utan tvivel har denna simultana process förefallit som en rimlig utgångspunkt för tolkningen att aktiemarknadens nedåtriktade prisutveckling varit en direkt orsak av indexlånens införande: aktier har förlorat sin attraktivitet som placeringsform, när alternativet indexobligationer förelegat.

Men även i detta fall kan man hitta en rad faktorer, som minskar värdet av denna slutsats. För det första visar det sig, att aktiekurserna även före 1955 inte haft en »normal» utveckling, dvs. stigit i ungefär samma takt som prisnivåindex. Det bör därvid uppmärksammas, att den kursstegring som ägde rum 1954, då kurserna steg med 47 %, till väsentlig del enligt centralbankens bedömning orsakades av att den stora aktiestocken i Palestine Electric Corp. som registrerats i engelska pund, till en fördelaktig kurs överfördes till israelitiska pund.

Orsakerna till den svaga kursutvecklingen före 1955 anges i centralbankens rapporter vara i huvudsak följande.

1) Låga utdelningar har givit aktierna en mycket låg direkt avkastning i förhållande till andra placeringsmöjligheter. Enligt bankens beräkningar skulle en aktieportfölj, som sammansatts vid kursläget 1952, år 1955 ha gett en direkt nominell avkastning på i genomsnitt 8 %. Aktier inköpta vid det 60 % högre kursläget 1955 borde sålunda under senare hälften av 1950-talet ha givit avsevärt lägre avkastning än både penning-

Tabell B 4:6 Aktiekursutveckling åren 1950—1961
Årsgenomsnitt, 1950 = 100

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
Vanliga (»ordinary») aktier ...	100	131	137	155	226	218	186	161	147	203	402	492
Preferensaktier ...	100	108	110	134	183	177	162	156	156	182	213	261
Konsumentprisindex	100	114	180	231	259	274	292	311	321	326	333	355

obligationer (vars effektiva avkastning då borde ha legat omkring 10—12 %) och indexobligationer.

2) Majoriteten av de börsnoterade aktierna (ordinary shares) ger ingen rösträtt och därmed ingen möjlighet till kontroll över företagen. Dessa rättigheter är reserverade en mindre del av emissionerna, vilken sällan utbjuds på marknaden. De israelitiska börsaktierna kan således betraktas som en form av participating debentures som dock bär samma risk som ordinärt aktiekapital.

Om man tar hänsyn till att aktier i Israel *dels* är en renodlad form för finansiella placeringar utan samband med kontrollen över aktiebolagen, *dels* under 1950-talet inte visat sig vara någon »värdesäker» placeringsform, en insikt som inte modifierades av förväntningar om högre utdelningar, är det knappast ägnat att förvåna att indexobligationerna blev en mycket konkurrenskraftig placeringsform, som dessutom kraftigt gynnades av beskattningsreglerna. Förloppet tycks i stor utsträckning beträffande de fallande aktiekursernas orsaker ha varit, att många aktieägare sålt ut sitt innehav av aktier för att köpa indexobligationer.

Under år 1959 inleddes dock en period av snabbt stigande kurser på den israelitiska aktiemarknaden. Denna var främst förorsakad av goda företagsvinster och väsentligt ökade utdelningar under år 1958. Av de sexton registrerade företagen på Tel Avivbörsen gav fjorton utdelning detta år mot endast tio året innan. Därmed skapades en efterfrågegrund, som gjort det möjligt att på ett par år mångdubbla den börsregistrerade aktiestocken (se tabell B 4:2). Det bör dock noteras, att även obligationsmarknaden expanderade kraftigt under samma period.

Ytterst ligger orsaken till den skisserade utvecklingen i det lilla utrymme som långsiktiga finansiella placeringar givits i de israelitiska hushållens budgeter. Den smala sektorn av placeringssökande kapital kan sägas ha varit för trång för både indexlån och aktier, där indexlån ganska naturligt hade de största förutsättningarna att expandera.

Sammantaget erhålles en rad för Israel speciella förutsättningar, vilka gör det tämligen svårt att omtolka de israelitiska erfarenheterna för svenska förhållanden. Å andra sidan raseras inte heller det något triviala antagandet beträffande indexlånens konsekvenser för aktiemarknaden: att aktiekurserna kan pressas nedåt, *om* indexlånens införande innebär en väsentlig realräntehöjning och *om* denna inte neutraliseras av förväntningar om stigande aktieutdelningar.

4. Beskattning av indexlån

Även om indexlån och därmed jämställda lån sedan lång tid tillbaka förekommit i Israel lär det inte finnas någon

egentlig lagstiftning, som reglerar frågan om den skattemässiga behandlingen av vinster och förluster på grund av värdesäkring. Däremot är det belopp, varmed levnadskostnaderna enligt index ökar, skattefritt enligt lag. Detta skattefria belopp publiceras varje år och tillägges det personliga avdraget vid beskattningen.

I fråga om vinster och förluster som uppkommit i samband med återbetalning av värdesäkra lån har beskattningsmyndigheterna enligt uppgift alltid intagit den ståndpunkten att sådana vinster och förluster är att anse som kapitalvinster (»capital gains») resp. kapitalförluster (»capital losses») utom såvitt gäller banker och andra penninginrättningar, för vilka skattesubjekt indexvinster och indexförluster hänförts till skattepliktig inkomst resp. avdragsgill kostnad. Ränteökning på grund av värdesäkring behandlas dock alltid som skattepliktig inkomst.

I detta sammanhang må framhållas att någon beskattning av kapitalvinster i form av realisationsvinstbeskattning i princip inte förekommer enligt israelitisk rätt. I ett fåtal undantagsfall beskattas dock som inkomst vissa vinster som enligt israelitisk rätt är att anse som kapitalvinster. Vinst vid försäljning av avskrivningsbara rörelsetillgångar beskattas sålunda efter en skattesats av högst 25 %. Detsamma gäller med avseende på vinst vid försäljning av patenträtt eller av copyright om uppfinnaren eller författaren själv är säljare och vederbörande inte yrkesmässigt bedriver verksamhet som uppfinnare resp. författare; om verksamheten är yrkesmässig behandlas uppkommen vinst som vanlig inkomst. Vinst vid avyttring av jord beskattas enligt en särskild lag, som dock inte administreras av de beskattningsmyndigheter som verkställer taxering för inkomst. Alla övriga såsom kapitalvinster eller kapitalförluster ansedda vinster och förluster behandlas som skattefri inkomst resp. ej avdragsgill kostnad.

Avdrag för förluster som uppkommit för handel och industri i samband med återbetalning av värdesäkra lån, värdesäkra debentures etc. har i enlighet härmed vägrats av skattedepartementet oavsett huruvida de upplånade medlen använts för inköp av anläggnings- eller omsättningstillgångar. I de fall då inköp av anläggningstillgångar finansierats med indexlån och låntagaren på grund av värdesäkringen måste återbetala lånet med ett högre belopp än det ursprungliga äger han inte lägga det överskjutande beloppet till kostnaden för tillgången för att på så sätt tillgodoföra sig detta belopp i form av värdeminskningsavdrag. Högsta domstolen har alltid understött denna skattedepartementets ståndpunkt. Det må tilläggas att avdrag för värdeminskning av rörelsetillgångar sedan år 1955 medgivits efter beräkningsgrunden en dollar = 1.80 israelitiska pund om tillgången förvärvats utomlands samt efter en något högre beräkningsgrund (= index) om förvärvet skett i Israel.

Av ovanstående framgår att indextillägg och liknande kompensation för penningvärdets fall enligt israelitisk rätt i princip inte utgör vare sig skattepliktig inkomst eller avdragsgill kostnad. Efter 1962 års devalvering lär emellertid förändringar i vissa avseenden kunna förväntas. Sålunda är frågan om medgivande av avdrag för sådana förluster på värdesäkra lån som drabbat handel och industri under skyndsamt övervägande. Därvid lär man enligt uppgift kunna förvänta, att förluster som i handel eller affärsrörelse uppkommit genom faktisk återbetalning av högre belopp än det ursprungliga lånebeloppet kommer att

få avdras under en längre period (7—10 år) eller att få läggas till anskaffningskostnaden för sådana avskrivningsbara tillgångar, för vilkas anskaffande det värdesäkra lånet upptagits, och sålunda bli avdragsgilla som värdeminskningsavdrag. Till »privata» indexvinster eller -förluster skulle däremot fortfarande någon hänsyn inte tas vid beskattningen. I fråga om banker och andra penninginrättningar skulle fortfarande gälla att vinster och förluster i samband med värdesäkra lån betraktas som skattepliktig inkomst resp. avdragsgill kostnad.

KUNGL. BIBL.
1 / MRS 1984
STOCKHOLM

STATENS

OFFENTLIGA UTREDNINGAR 1964

Systematisk förteckning

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

Finansdepartementet

Värdesäkringskommittén 1. Indexlån. Del I. [1]
2. Indexlån. Del II. [2]

EMIL KIHLSTRÖMS TRYCKERI AB, STOCKHOLM 1964

KUNGL. BIBL.
MRS 1964