

BETÆNKNING
OM
VÆRDIFASTE OBLIGATIONER
M.V.

AFGIVET AF DET AF FINANSMINISTEREN
DEN 21. OKTOBER 1954 NEDSATTE UDVALG

Det administrative bibliotek
Slotsholmsgade 12
1216 København K

BETÆNKNING NR. 146

1956

33.23/31 ex.3

CENTRALBIBLIOTEKET
FOR HJØRRING AMT

M
04
b2, 146
cc.1

- SEP. 1959

INDHOLD

	Side
Indledning	5
Kapitel I: Sammenfatning	6
II: Hensigten med at etablere værdifast opsparing	11
III: Hvilke muligheder findes i forvejen for værdifaste pengeanbringelser. ...	16
— IV: Private debitorer eller staten som debitor.	20
— V: Hvilke indeks kan sikre værdifasthed.	26
VI: Markedspapirer eller ikke-omsættelige fordringer.	30
VII: Langfristede værdifaste sparekontrakter.	33
— VIII: De almene økonomiske virkninger af indeksregulerede opsparingskontrakter.	36
Særudtalelse af Professor Jørgen Pedersen	39
Bilag I: Under hvilke former kan man etablere indeksregulerede kontrakter?	41
Underbilag: Regneeksempler til belysning af virkningerne af indeksregulering af lånekontrakter.	48
— II: Eksempler på værdifaste lån i andre lande.	56
— III: Undersøgelse af aktiers værdifasthed.	59
—• IV: Regneeksempler til belysning af indeksreguleringens betydning for nedbringelse af gælden på et indeksreguleret kreditforeningslån.	69
— V: Regneeksempler til belysning af mulighederne for tegning af værdifaste sparekontrakter eller forsikringer.	71

Indledning.

Foranlediget ved de politiske drøftelser i september 1954 om regeringens plan til imødegåelse af valutavanskelighederne nedsatte finansministeren den 21. oktober 1954 et udvalg af sagkyndige til at undersøge mulighederne for at udstede værdifaste obligationer eller for at etablere andre former for værdifast anbringelse af opsparede pengebeløb.

Finansministeren anmodede sekretariatschef *Erik Ib Schmidt* om at overtage hvervet som udvalgets formand, idet der iøvrigt blev udnævnt følgende medlemmer af udvalget:

Professor *Kjeld Philip* fra det rets- og statsvidenskabelige fakultet ved Københavns universitet,

Professor *Jørgen Pedersen* fra det økonomiske og juridiske fakultet ved Aarhus universitet,

Vicedirektør *S. Hårtogssohn* som repræsentant for Danmarks Nationalbank,

Direktør *J. Toftegaard* som repræsentant for Danmarks Sparekasseforening,

Direktør *Johs. Green* som repræsentant for Danske Bankers Fællesrepræsentation,

Direktør *E. Wittrwp* som repræsentant for kreditforeningernes stående fællesudvalg,

Direktør *Kaj Christensen* som repræsentant for Assurandør-Societetet, samt

Kontorchef fru *M. Friis-Skotte* og

Fuldmægtig *H. Uldall-Hansen* som repræsentanter for finansministeriet.

Til sekretær for udvalget blev udpeget sekretær i Det økonomiske Sekretariat *Heinrich Schlebaum Larsen*.

Udvalget har set det som sin opgave at belyse de forskellige problemer af økonomisk og administrativ karakter og de almindelige samfundsøkonomiske virkninger, som udstedelse af værdifaste obligationer eller andre former for værdifaste pengeanbringelser ville medføre. Udvalget har afholdt 11 møder og ladet foretage beregninger på grundlag af foreliggende statistisk materiale.

Udvalget har derudover drøftet, i hvilket omfang der i forvejen findes muligheder for værdifast pengeanbringelse. Man har i denne forbindelse anmodet Det statistiske Departement om at bearbejde et udvalg af aktieselskabsregnskaber med henblik på at belyse, i hvilket omfang aktiernes udbytte og kapitalværdi følger svingningerne i pengeværdien. Det statistiske Departements skrivelse herom af 16. maj 1955 er aftrykt som bilag III.

I kapitel I er der givet en oversigt over betænkningens indhold og konklusioner.

Betænkningen er enstemmig, bortset fra de punkter, hvor det af teksten fremgår, at der foreligger særstandpunkter. Der henvises iøvrigt til professor *Jørgen Pedersens* særudtalelse side 39.

Bilagene I, II og V er udarbejdet af udvalgets sekretær som arbejdsgrundlag for udvalget.

Kapitel 1.

Sammenfatning.

1. Udvalget har fået til opgave at undersøge mulighederne for at udstede værdifaste obligationer eller for at etablere andre former for værdifast anbringelse af opsparede pengebeløb med henblik på derigennem at stimulere den private opsparing.

Udvalget har søgt at belyse sammenhænge og muligheder og pege på, hvilke forhold der må tages i betragtning ved den endelige vurdering, som efter sin natur må være politisk.

2. Opsparede midler kan i forvejen i et vist omfang anbringes „værdifast“, for så vidt som man kan *købe ejendomme* eller *virksomheder*, som endog, i det omfang de er behæftede, kan byde mere end dækning for prisstigninger, selvom priserne på disse aktiver påvirkes af prisforventningerne. Uisse anbringelsesformer imødekommer dog ikke de mindre spareres behov. Også *aktieerhvervelse* giver nogen dækning, men en af Det statistiske Departement for udvalget foretagne undersøgelser viser, at der kun opnås en beskedent grad af værdifasthed herved.

Da aktier i de forløbne år dog har givet noget bedre forrentning end obligationer, kunne det tænkes, at sparekasser, pensionskasser eller forsikringselskaber gennem bonusordninger kunne give sparere en vis kompensation for fremtidige prisstigninger, hvis de fik adgang til at anbringe en passende del af deres midler i aktier. Man kunne på denne måde forøge de mindre spareres adgang til at drage nytte af den delvise garanti overfor kraftige og uventede prisstigninger, som aktiebesiddelse kan give. Der er imidlertid ingen sikkerhed for, at aktierne også i fremtiden vil give bedre udbytte end obligationer, og sådanne ord-

ninger vil derfor kun få begrænsede virkninger på opsparingen.

3. Nye muligheder for værdifast pengeanbringelse kan opnås ved, at låntagere udsteder *indeksregulerede værdipapirer* enten til fri omsætning på markedet eller til erhvervelse for sparekasser, banker eller forsikringselskaber, som på grundlag af disse fordringer kan tilbyde værdifaste sparekontrakter eller forsikringer. Det er disse muligheder, udvalgets kommissorium tager sigte på, og udvalgets overvejelser har været rettet mod at undersøge dem nærmere.

I bilag II er omtalt forskellige ordninger af denne art i andre lande. Det drejer sig imidlertid hovedsageligt om lande med meget kraftige inflationstendenser, og udvalget har iøvrigt ment det vanskeligt at overføre erfaringerne til danske forhold.

1. Indeksregulerede lånekontrakter kan normalt kun frembyde en langvarig garanti for kreditor såfremt de er *uopsigelige fra debtors side*. Skal markedet kunne fungere gnidningsfrit, må de også være uopsigelige fra kreditors side. Medens det sidste ikke er noget nyt, ville uopsigelighed fra debtors side bryde med den hidtil gældende grundregel, at debitor skal have adgang til at frigøre sig for en tyngende gældsforpligtelse — en regel, som har fundet udtryk i lovgivningens bestemmelser om, at debitorerne ikke kan indrømme mere end ti års uopsigelighed for lån i kredit- og hypotekforeninger og for andre førsteprioritetslån i fast ejendom og fem års for andre prioritetslån.

5. Som normere omtalt i bilag I kan indeksreguleringen i sådanne kontrakter gøres mere eller mindre fuldstændig. Heraf

vil afhænge både, hvor kraftig virkning der kan ventes på opsparingen, og hvilke rentevilkår kontrakten må bygge på.

Den værdifaste opsparingsform indebærer i realiteten, at debitor helt eller delvis overtager den prisstigningsrisiko, som spareren hidtil har båret alene, medens debitor til gengæld aflastes for risikoen for tab ved prisfald. Skal en værdifast opsparingsordning baseres på *private debitorer*, vil dette ikke finde sted på frivillig basis i en periode, hvor forventningerne overvejende går i retning af prisstigning, medmindre debitor får betaling herfor i form af en rentenedsættelse. Også såfremt ordningen alene baseres på *staten som debitor*, ville det være naturligt at gøre værdifasthedsklausulen afhængig af en nedsættelse af renten for det værdifaste lån.

Dette betyder på den anden side, at spareren ved uændrede priser eller ved små prisstigninger i kontraktperioden vil få mindre end ved en normal kontrakt, medens han til gengæld opnår mere eller mindre begrænset dækning for prisstigninger over en vis størrelse. Navnlig vil spareren få dækning for uventede prisstigninger.

6. Det er udvalgets opfattelse, at spørgsmålet om *rentens højde* er et af hovedproblemerne i forbindelse med oprettelsen af værdifaste kontrakter. Det er således tvivlsomt, om de rentevilkår, der bydes når værdifaste lånekontrakter skal oprettes ved frivillig ordning mellem private, vil blive så gunstige, at der vil fremkomme en stimulering af opsparingen.

Hvis udbuddet af værdifaste fordringer ikke skal blive helt minimalt, må der gives et rentenedslag for de indeksregulerede papirer, som svarer til det reguleringsbeløb, der ville blive tale om, hvis prisudviklingen kom til at svare til den fremherskende forventning på markedet. Som følge af rentenedslaget ville ordningen kun frembyde en — langtfra fuldstændig — kompensation ved prisstigninger, som ligger over den gennemsnitlige forventning på markedet. Denne delvise kompensation måtte betales med risikoen for at få mindre ydelser end på et normalt lån, hvis prisstigningen i låneperioden blev mindre end ventet.

Udbuddet af og rentevilkårene for indeksregulerede kontrakter med private debitorer må blive meget svingende som følge af, at

parternes fremtidige prisforventninger ikke holder sig uændrede. Værdifaste forsikringsordninger og andre sparekontrakter kan i hvert fald ikke baseres på et så usikkert udbud, idet institutionerne må have sikkerhed for en regelmæssig tilgang af værdifaste obligationer, hvis de skal kunne afslutte værdifaste sparekontrakter. I det hele taget må man regne med, at en værdifast spareordning ikke kan virke fremmende på opsparingen, medmindre der er et nogenlunde regelmæssigt udbud af værdifaste papirer.

Såfremt en værdifast opsparingsordning i praksis skal få nogen betydning for opsparingen, kan den således næppe baseres alene på private debitorer, men det må være en forudsætning, at *staten medvirker* ved ordningens gennemførelse.

7. Udvalget er nået til det resultat, at *ejerne af landbrugsejendomme, boligejendomme og offentlige værker* under visse forudsætninger kunne bære en indeksregulering af deres gældskontrakter baseret på et almindeligt pris- eller lønindeks. Afslutningen af private gældskontrakter af denne art vil først og fremmest bero på, om debitor er interesseret i at afslutte sådanne kontrakter.

Det er dog tvivlsomt, om kreditorerne ved værdifaste lån i boligejendomme ville have tillid til, at reguleringen ikke ville blive suspenderet, hvis den truede med at føre til kraftigere huslejestigninger.

I det omfang landbrugere eller bygherrer skulle afslutte værdifaste lånekontrakter f. eks. gennem kredit- og hypotekforeningerne, ville det kræve ændringer i lovgivningen om realkredit.

8. Selvom der blev afsluttet værdifaste lånekontrakter med private debitorer, måtte *staten*, hvis der skulle sikres et nogenlunde jævnt udbud, som nævnt også optræde som debitor. Staten måtte antagelig bære hovedbyrden, hvis den værdifaste ordning skulle få nogen praktisk betydning.

Den svaghed, der set fra sparernes synspunkt ex knyttet til en privat ordning, beror som nævnt på, at debitor måtte kræve risikodækning i form af et rentenedslag; den kan derfor kun fjernes ved statens medvirken, såfremt staten helt eller delvis overtager risikoen uden at kræve et tilsvarende rentenedslag.

Skulle en permanent værdifast spareord-

ning få betydning for opsparingen, måtte staten derfor påtage sig en risiko for at komme til at yde væsentligt mere i renter og afdrag på de værdifaste obligationer end på sine normale lån. Dette ville medføre et behov for højere skatter, hvis priserne stiger over en vis grænse. Hvis der ydes et nedslag i renten svarende til de forventede prisstigninger, vil risikoen dog være begrænset til de tilfælde, hvor prisstigningerne bliver stærkere end ventet.

9. I hvilket omfang en ordning med værdifaste obligationer eller sparekontrakter vil kunne sikre en del sparere mod forringelse af pengeværdien, afhænger af, hvilke rentevilkår der aftales. Heraf afhænger utvivlsomt også, i hvilken udstrækning den vil fremkalde en forøgelse af opsparens omfang.

Sparekassernes og forsikringsselskabernes repræsentanter i udvalget har givet udtryk for den overbevisning, at frykten for pengeværdiens forringelse spiller en stor rolle for opsparingen på lang sigt, og at en sikring mod fremtidige prisstigninger ville betinge en øget opsparing, uden at det dog er muligt at angive, hvor stærk denne virkning ville blive.

Udvalgets øvrige medlemmer føler sig mere usikre, men vil ikke udelukke, at en nyopsparing vil blive resultatet. Den positive virkning på opsparingen vil blive svækket, når sparere skal give et nedslag i renten, svarende til prisstigningsrisikoen. Ordningen kan dog i alle tilfælde stimulere opsparingen hos de sparere, som nærer en stærk frygt for meget kraftige prisstigninger, ligesom det kan virke stimulerende på opsparingen, hvis reguleringsbeløbene i modsætning til renteindtægten betragtes som skattefri formuestigning. Forøgelsen af den løbende opsparing vil imidlertid være størst, indtil sparere begynder at anvende de opsparede midler efter deres formål.

10. Såfremt staten skulle beslutte sig til at gøre et forsøg med en værdifast opsparensordning, kan det ske enten ved omsættelige indeksregulerede obligationer eller ved uomsættelige forskrivninger. Sådanne fordringer kunne erhverves enten direkte af sparere eller af institutionerne som baggrund for særlige bundne spare- eller forsikringskontrakter.

Omsættelige obligationer vil antagelig give en noget større kundekreds og derfor muligvis gunstigere rentevilkår. Hvis værdifastheden skal være effektiv, må obligationerne være uopsigelige både fra debtors og sparerens side, i hvert fald over en vis årrække. Spareren kan dog under alle omstændigheder frigøre sin opsparing ved salg, ligesom debitor kan frigøre sig ved opkøb af obligationer. Der vil for sådanne papirer, opstå kurssvingninger, stort set i takt med svingninger i forventningerne om den fremtidige prisudvikling. Nødsages en sparer til at realisere f. eks. på grund af sygdom, kan han risikere at lide tab i den forstand, at han må sælge til en lavere kurs end den, der svarer til den aktuelle pris-situation. Tilsvarende kan debitor komme til at betale en meget høj kurs, hvis han vil frigøre sig ved opkøb i en periode med forventninger om kraftige prisstigninger.

Bundne sparekontrakter må også gøres uopsigelige både for debitor og sparer, i hvert fald over en vis årrække, men det vil være muligt i sådanne kontrakter at indføre bestemmelser om, at indløsning med indeksregulering kan ske i visse særlige trangtilfælde som f. eks. langvarig sygdom, invaliditet eller dødsfald.

Om begge typer af værdifaste opsparensformer gælder, at de vil indføre et nyt element som kan forårsage uro på kapitalmarkedet. Det gælder navnlig omsættelige værdifaste obligationer, idet spekulation i prisbevægelserne kan fremkalde modgående svingninger i kurserne på normale obligationer. Staten vil komme i en meget vanskelig situation, når den skal fastsætte kurs og rentevilkår for sådanne obligationer, hvor prisforventningerne spiller en så afgørende rolle, idet den derved på afgørende måde kan påvirke prisforventningerne.

11. Udformningen af en værdifast *sparer- eller forsikringsordning* med dækning i værdifaste forskrivninger vil rejse en række særlige problemer, som hænger sammen med, at institutionernes kontrakter med sparere må være forskellig fra de i den værdifaste forskrivning fastsatte vilkår.

Institutionerne må således have garanti for, at der til stadighed vil blive udstedt værdifaste forskrivninger i samme omfang, som de indgåede forpligtelser vokser, og at

købs- og salgskurserne ikke varierer med ændringer i prisforventningerne. Sådanne garantier kan kun gives af staten.

De værdifaste forskrivninger, sådanne sparekontrakter baseres på, må indeksreguleres både på renten og hovedstolen, ligesom også de årlige sparebeløb eller præmier må indeksreguleres. Kontrakterne må formentlig være bundet på en sådan måde, at genkøb kun kan ske i særlige tilfælde som foran omtalt.

12. En værdifast sparekontrakt kunne også etableres på den måde, at institutionerne anbragte deres midler i almindelige obligationer, idet *staten garanterede indeksreguleringen*. I realiteten ville det — hvis vilkårene iøvrigt var ens — medføre den samme risiko for staten som forannævnte organisationsform. Institutionerne kan imidlertid ikke anbefale en forsikringsordning, der baseres på direkte eller indirekte tilskud fra staten jvf. Kap. VII.

13. *Statens risiko* ved at gå ind i værdifaste ordninger kan begrænses på forskellig måde. Det kan ske ved begrænsning af regulerings omfang, f. eks. således at der kun gives halv kompensation, at der indføres et „dødt interval“, eller at der lægges loft over reguleringen. Det kan også ske ved en beløbsmæssig begrænsning af udstedelsen af forskrivninger eller ved begrænsning ved socialpolitiske kriterier af den personkreds, der har adgang til at tegne værdifaste kontrakter. Endelig kan der også sættes maksimumsbeløb for de enkelte kontraktors størrelse.

14. Udvalget har drøftet, hvilke indeks der kan anvendes som grundlag for værdifasthed. Formålet kan enten være at sikre en *uændret købekraft* eller at *fastholde en andel af nationalindtægten*. Den sidste målsætning indebærer i modsætning til den første, at kreditorerne ved prisstigning modsvaret af produktivetsforringelse, som under den sidste krig, må deltage i den almindelige velstandsnedgang, mens de på den anden side også vil få andel i stigende velstand som følge af fremtidig produktivetsforøgelse.

Man har ikke indeks, som fuldtud dækker nogen af disse to målsætninger. Såfremt man tilstræber en uændret realværdi af de

opsparede midler overfor et forbrugerbudget, synes et detailprisindeks bedst egnet, medens et indeks for gennemsnitsindtægten vil svare til den anden målsætning. Et sådant indeks kan dog vanskeligt beregnes tilstrækkeligt hurtigt, men et indeks for timelønnen må antages at give en anvendelig tilnærmelse dertil. Det eksisterende timelønsindeks omfatter kun håndværk og industri. Såfremt man måtte ønske at anvende et timelønsindeks, vil det være hensigtsmæssigt at beregne et udvidet indeks, som omfatter lønningerne også i andre erhverv.

15. Udvalget har i kapitel VIII gjort rede for *de almene økonomiske virkninger* af en værdifast spareordning, men er ikke nået til eentydige konklusioner. Såfremt der gennemføres en begrænset værdifast spareordning, kan den antageligt stimulere opsparringen hos visse kredse uden iøvrigt at få nævneværdige virkninger på den økonomiske udvikling. En mere omfattende ordning kan derimod få virkninger, som er vanskelige at overskue. Den kan både stimulere og hæmme den samlede efterspørgsel, og en kvantitativ afvej else af disse tendenser har det ikke været muligt for udvalget at foretage.

I en forholdsvis kort periode efter gennemførelsen af en værdifast opsparingsordning, kan den, i det omfang den stimulerer opsparringen, have en gunstig virkning på konjunkturforløbet og betalingsbalancen. Men når ordningen først er indarbejdet, er den ikke egnet som konjunkturpolitisk middel, idet man dårligt kan tænke sig at variere vilkårene efter konjunkturforløbet og udviklingen på betalingsbalancen.

16. De anførte betragtninger fører til den *konklusion*, at en værdifast spareordning, som alene bygger på *private debitorer*, ikke kan give nogen væsentlig stimulans til opsparringen. Den vil heller ikke kunne imødekomme det retfærdighedskrav, som er fremført fra sparerens side. Dels vil nemlig tilgangen af værdifaste fordringer blive svingende, således at forsikringskontrakter og langsigtede sparekontrakter i banker og sparekasser ikke kan etableres på dette grundlag. Dels vil et privat, indeksreguleret lån kun yde kreditor mere end et lån på normale vilkår, hvis der kommer uventet

stærke prisstigninger, og selv i sådanne tilfælde vil forhøjelsen i forhold **til**, hvad der kunne opnås på en normal kontrakt, blive væsentligt mindre end prisstigningen i låneperioden.

Skal en værdifast spareordning blive af nogen betydning som stimulans for opsparringen, *må staten derfor deltage som debitor eller garant*, og det må antageligt ske på sådanne vilkår, at kreditorerne ikke fuldtud betaler for de forventede reguleringsbeløb i form af rentenedslag. Det betyder, at staten påtager sig en væsentlig risiko for at måtte betale højere ydelser for indekslånene end for normale lån. Dette tilskud må i sidste instans betales af skatteyderne. Den stimulan, der kan ydes opsparringen ad denne vej, må derfor afvej es mod de ulemper, en øget skatteudskrivning medfører for borgerne og erhvervslivet og den virkning, en sådan skatteudskrivning vil have på opsparringen.

Det er endvidere klart, at man ikke ad denne vej kan afbøde inflationens virkninger for samtlige kreditorer. Det ville forudsætte, at al långivning foregik med staten som mellemlid. Der kan kun blive tale om at gøre det i begrænset omfang og for en begrænset kreds. En sådan beskyttelse af en begrænset kreds af sparere på skatteydernes bekostning kan næppe motiveres med almindelige retfærdighedssynspunkter; mulige socialpolitiske begrundelser for sådanne foranstaltninger ligger udenfor udvalgets kommissorium.

Uanset dette har *sparekassernes repræsentant* i udvalget dog ønsket at udtale, at visse store offentlige debitorer vil kunne øve en retfærdighedshandling over for store grupper af sparere, som i særlig grad rammes hårdt af den stadige kroneforringelse. Disse debitorer kan over for institutionerne indgå på at betale konjunkturbestemte ydelser for deres i institutionerne optagne lån og herved skabe forudsætningen for, at institutionerne kan modtage indskud, hvis

renteafkastning og kapitalværdi reguleres under hensyntagen til konjunkturforløbet.

Udvalget skønner desuden, at indførelsen af værdifaste frit omsættelige fordringer kan fremkalde uro på kapitalmarkedet, fordi et helt nyt moment — prisforventningerne — får en direkte indflydelse på kursdannelsen. Denne indflydelse vil næppe begrænses til de nye fordringstyper, idet spekulationen på det værdifaste marked må antages at fremkalde modgående tendenser på det normale kapitalmarked.

Såfremt staten som debitor tilpasser rentevilkårene for nyemissionen af fordringer efter prisstigningsrisikoen, kan denne uro også øve indflydelse på andre økonomiske dispositioner, idet ændringer i statens udbudsvilkår næppe vil undgå at påvirke borgernes prisforventninger, hvilket i visse situationer kan medføre meget uheldige konsekvenser.

17. Udvalget ønsker sluttelig at udtale, at baggrunden for arbejdet med det her omhandlede problem er den forringelse af opsparede midlers værdi, som er foregået næsten uafbrudt over et længere åremål som følge af de stigende priser. Den faldende kroneværdi har medført en overflytning af købeevne fra kreditorerne til debitorerne, som samtidig tillige har fået forøget deres pengeformue gennem stigningen i realkapitalens værdi målt i kroner. Denne udvikling må antages at virke svækkende på opsparringen i pengeform.

Udvalget er kommet til den konklusion, at medmindre staten vil påtage sig en meget betydelig risiko, vil det ikke være muligt gennem en værdifast opsparingsordning at afbøde disse virkninger undtagen måske for en begrænset kreds af sparere. Udvalget ønsker herefter at henvise til, at en mere omfattende stimulering af opsparringen i pengeform formentlig bedst kan opnås gennem en stabilisering af priserne.

Kapitel II.

Hensigten med at etablere værdifast opsparing.

1. Under forhandlingerne i folketinget i efteråret 1954 om forholdsregler til imødegåelse af valutavanskelighederne blev der bl. a. peget på de gunstige virkninger, en forøgelse af den private opsparing ville have. En øget privat opsparingstilbøjelighed ville på tilsvarende måde som øget offentlig opsparing medvirke til at formindske det indenlandske efterspørgselspres og således virke dæmpende på importen og frigøre produktion til eksport. Det blev i den forbindelse nævnt, at den forringelse af pengeværdien, der var sket gennem en længere årrække, måtte antages at virke bremsende på opsparingslysten hos private, og at indførelse af „værdifaste obligationer“ eller andre „værdifaste“ opsparingsordninger måske kunne opmuntre den private opsparing. På denne baggrund blev nærværende udvalg nedsat med det formål at „undersøge mulighederne for at udstede værdifaste obligationer eller for at etablere andre former for værdifast anbringelse af opsparede pengebeløb.“

2. Udvalget har anset det for liggende udenfor sin opgave at komme ind på den almindelige økonomiske politik, herunder specielt en vurdering af prisbevægelsernes årsager og virkninger. Det har samlet sine overvejelser om mulighederne for at afbøde virkningerne af en eventuel prisopgang for sparene ved at etablere værdifaste obligationer eller opsparingskontrakter, samt om at klarlægge, hvilke virkninger sådanne ordninger iøvrigt vil have.

3. Den opsparing, som i givet fald ville blive berørt af en ordning med indeksregulerede kontrakter, udgør kun en begrænset del af den samlede opsparing. Til

belysning heraf kan anføres: For 1954 er den samlede bruttoopsparing opgjort til godt 7 milliarder kr., hvoraf godt 1 milliard kr. var offentlig opsparing. Af de resterende ca. 6 milliarder, som udgjorde den private opsparing, er ca. 1 milliard aktieselskabernes overskud udover den udbetalte dividende. De resterende 5 milliarder udgør den personlige opsparing, hvoraf den langt overvejende del ligger hos de selvstændige erhvervsdrivende — landbrugere, fabrikanter, håndværksmestre, handlende o. s. v. Heraf er en meget væsentlig del anvendt til afskrivning og vedligeholdelse. Af den egentlige nettoopsparing investeres en betydelig del i egen virksomhed — ny bygninger, ny maskiner og transportmidler, øget lager o. s. v. Denne del af opsparingen er således direkte anbragt på en „værdifast“ måde, og i de tilfælde, hvor de nævnte aktiver er behæftet med gæld, vil ejeren endda i en prisstigningsperiode opnå en forøgelse af sin realformue.

Tilbage bliver den del af de selvstændiges overskud, som opspares i pengeform samt den opsparing, lønmodtagerne foretager. Alt i alt drejer det sig om et årligt sparebeløb på mellem 1 og 2 milliarder kr. Selvom det således kun er en mindre del af den samlede opsparing, der placeres i pengeform, er det på den anden side den opsparingsform, som har interesse for langt den overvejende del af befolkningen.

Det er altså kun den del af opsparingen, som umiddelbart søger placering i fordringer — opsparing i pengeform — der har interesse i denne forbindelse, idet den øvrige del af opsparingen ikke på samme måde rammes af svingninger i pengeværdien. De former for pengeopsparing, der kunne blive tale om at gøre værdifaste, vil først og frem-

mest være livs- og pensionsforsikring, køb af obligationer og visse indskud i banker og sparekasser. I 1954 forøgedes mængden af stats-, kredit- og hypotekforeningsobligationer med ca. 700 mill. kr., og indskuddene på opsigelse i banker og sparekasser voksede med knap 300 mill. kr. Opsparing gennem forsikring kan ikke lægges hertil, idet forsikringsselskaberne normalt anbringer en væsentlig del af deres midler i obligationer.

Såfremt man ved en værdifast opsparingsordning alene begrænser virksomheden til det organiserede kapitalmarked, kan der således næppe blive tale om direkte at berøre mere end ca. 25 pct. af den private opsparing.

4. Der er visse former af pengeopsparing, som næppe kan gøres værdifast på anden måde end ved at sikre en stabil pengeværdi. Det gælder bl. a. kontanter og andre likvide midler, f. eks. indskud på anfordring. Den del af den personlige opsparing, som det først og fremmest kan være af betydning at stimulere gennem en værdifast opsparingsordning, er den langsigtede opsparing udenfor virksomhederne. Denne opsparing vil hovedsageligt være rettet mod et af følgende fire formål:

- a. Sikring af eget underhold i de sidste leveår.
- b. Sikring af efterlevende familie.
- c. Etablering af egen virksomhed eller køb af fast ejendom.
- d. Sikring af børns uddannelse.

De to første formål tilgodeses ofte gennem samme opsparingskontrakt, og det synes at blive mere almindeligt, at der tegnes kollektive kontrakter med bidrag fra arbejdsgiveren.

Opsparing til børns uddannelse foregår vel over perioder på op til 20 år, hvorpå de opsparede midler bruges igen i de følgende år. I en del tilfælde sker opsparringen vel gennem forsikringskontrakter eller andre sparekontrakter, men som regel er der sikkert tale om en opsparing, som ikke er bundet kontraktmæssigt, men som dog alligevel er langfristet.

Det er formentlig kun en lille del af de unges uddannelse, der finansieres ad den vej. Forsørgere med mellemindtægter og derunder kan i almindelighed kun overkomme at lægge op til en mindre del af

uddannelsesomkostningerne. Uddannelsen må iøvrigt betales af forsørgernes løbende indtægt eller finansieres ved lån, legater eller lønnet arbejde i studietiden.

Bortset fra en snæver kreds af forholdsvis velstillede vil hovedinteressen nok samle sig om at tilvejebringe en ordning, som sikrer mod den eventualitet, at forsørgeren falder bort, inden uddannelsen er tilendebragt, eller inden den er så langt fremme, at der kan opnås væsentlig støtte i form af legater eller lignende. En videregående opsparing vil være vanskelig for en jævn indtægt kombineret med en forsørgerbyrde, hvis den skal være af nogen værdi som sikring af uddannelsen. Ved køb af en arverente kan denne sikring imidlertid opnås for så små udgifter, og en tillæggsforsikring kan i tilfælde af prisstigninger købes så billigt, at det vil mindske interessen for en værdifast opsparingsform på dette område. Sparekasserne udtaler dog i denne forbindelse, at erfaringerne fra deres særlige afdelinger med indlån, bundet til børns 14., 18. eller 21. år tyder på, at også folk med jævne indtægter sparer op til børns uddannelse, mens børnene endnu er små, idet man ved, at de større børns daglige fornødenheder lægger større beslag på forældrenes indtægter end små børns.

5. De vigtigste langsigtede opsparingsformål er utvivlsomt ønsket om at sikre forsørgeren og hans (evt. efterlevende) hustru en levestandard, som er højere, end man opnår ved den offentlige aldersforsørgelse, samt ønsket om at erhverve egen virksomhed eller fast ejendom.

Ønsket om at sikre sig et tillæg til den offentlige forsørgelse vil antageligt afhænge af, dels hvor omfattende denne forsørgelse gøres, dels i hvor høj grad supplerende indtægt medfører fradrag i aldersrenten.

Pensionsforsikringer tegnes dels af enkeltpersoner, dels gennem virksomhederne med bidrag fra arbejdsgiveren, i sidstnævnte tilfælde enten i virksomhedens pensionskasse eller ved en kollektiv renteforsikring i et livsforsikringsselskab. I 1953 havde livsforsikringsselskaberne ca. 156 000 renteforsikringspolicer med en årlig præmie på ca. 54 mill. kr., hvoraf en væsentlig del antageligt er kollektive forsikringer. I pensionskasser under forsikringsrådets tilsyn var ca. 52 000 medlemmer med ordinære bidrag på

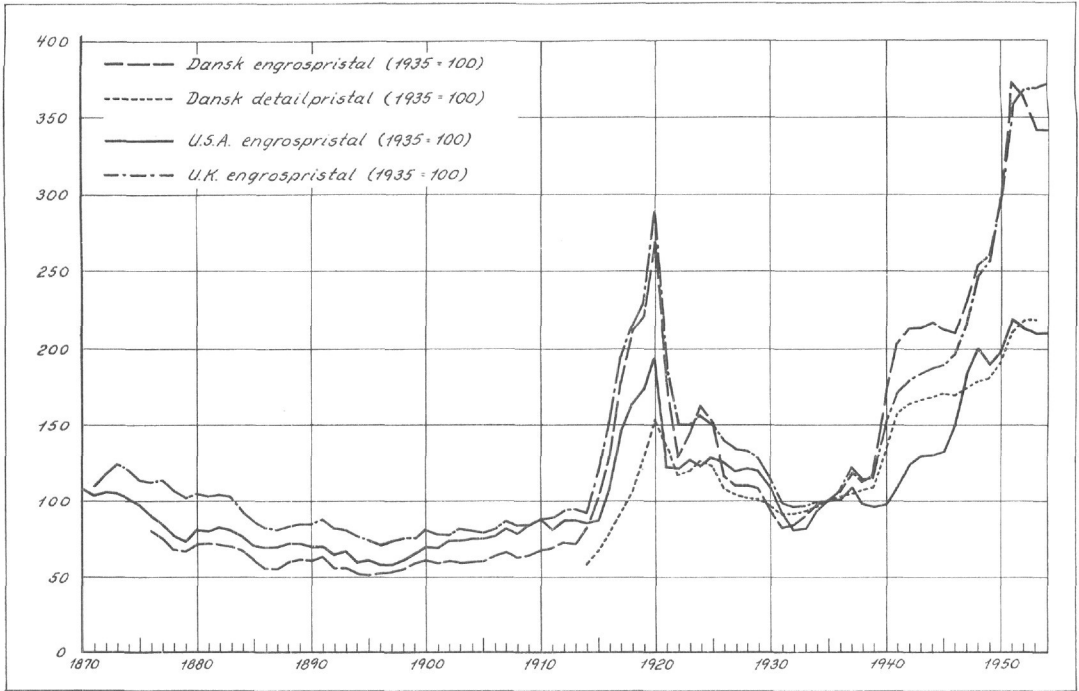


Fig. 1.

49 mill. kr., hvoraf 28 mill. kr. fra virksomhederne. Hertil kom i 1953 ekstraordinære bidrag på 22 mill. kr., hvoraf godt 21 mill. kr. fra arbejdsgiverne. I denne opgørelse er ikke medtaget de kapitalforsikringer, som er tegnet i livsforsikringsselskaber med pensionsformål for øje, og som antagelig udgør betydelige beløb. Det er ikke muligt at opgøre, hvor stor en del af opsparingen i banker og sparekasser eller i form af obligationskøb, der tager sigte på sikring af alderdommen, men erfaringerne tyder på, at der også her er tale om betydelige beløb.

De personer, som præsterer en opsparing gennem en individuel pensionsforsikring, indlån i bank eller sparekasse, eller på anden måde, har for tiden ingen mulighed for at sikre sig værdifasthed, og der vil uden tvivl herfra være en stærk interesse for en værdifast ordning.

De personer, som er forsikret gennem virksomhederne, har sikkert i mange tilfælde fået en delvis værdifasthed for pensionerne ved, at virksomhederne har ydet reguleringstillæg. Eeguleringen, som i reglen omfatter de løbende pensioner, synes i disse tilfælde finansieret ved ekstraordinære bidrag fra virksomheden. For pensionskasser omfat-

tende 4 862 medlemmer betaler staten helt eller delvis reguleringstillæg til pensionerne. En opgørelse over *pensionskassernes samlede indtægter* fra 1943 til 1953 kan give et indtryk af, i hvilket omfang der sker regulering af pensionerne i form af ekstraordinære bidrag:

Ordinære bidrag ¹⁾	262 mill. kr.
Ekstraordinære bidrag ²⁾	234 —
Renteindtægt	334 —
Ialt	830 mill. kr.

¹⁾ heraf ca. $\frac{1}{3}$ fra de forsikrede.

²⁾ næsten udenlukkende fra virksomhederne.

En del af de ekstraordinære bidrag skyldes indførelsen af et nyt og dyrere grundlag, men det kan langt fra forklare hele beløbet.

6. Opsparing til etablering af virksomhed eller erhvervelse af fast ejendom spiller fortrinsvis en rolle i landbruget og til erhvervelse af beboelsejendomme, men er også af betydning ved oprettelse eller overtagelse af handels- eller håndværksvirksomheder. Det kan ikke udelukkes, at en del mennesker afholder sig fra at opspare til sådanne formål, fordi fortsatte prisstigninger gør det vanskeligt for dem nogensinde at se

målet realiseret. Man kunne måske derfor opmuntre til en udvidelse af den kreds, som sparer op til etablering eller ejendoms- erhvervelse ved at tilbyde en værdifast opsparingsordning.

7. Man har i sparekasse- og forsikrings- kredse det indtryk, at de sidste femten års udvikling i pengeværdien har bevirket, at de sparere, som traditionelt benytter de ovennævnte opsparingsformer, for tiden viser nogen tilbageholdenhed overfor at indgå langsigtede opsparingskontrakter. Medens prisfalds- og prisstigningsperioder med større og mindre regelmæssighed afløste hinanden i årene før den første verdenskrig og i tyverne, jfr. figur 1, har der i de 23 år siden 1932 praktisk taget kun været tale om prisstigningsperioder og korte perioder med nogenlunde stabile priser.

En meget væsentlig del af prisstigningerne i denne periode har været af ekstraordinær karakter, lait er det danske detailpristal steget med ca. 150 pct. fra 1932 til 1955. Heraf falder imidlertid næsten halvdelen på krigs- og besættelsesårene, og knap en tredjedel skyldes Koreakrigen og dennes umiddelbare eftervirkninger.

Selvom de senere årtiers store prisstigninger således ikke kan tages som udtryk for nogen normal prisudvikling, kan det ikke udelukkes, at de har påvirket sparernes forventninger overfor fremtiden. Der kan være opstået skepsis overfor mulighederne for pristilpasninger i nedadgående retning. Denne skepsis kan være bestyrket ved den almindelige tendens i retning af i højere grad ad politisk vej at søge opretholdt et højt produktions- og beskæftigelsesniveau/ Samtidig kan folk have vanskeligt ved at afgøre, om prisstigningerne har været af mere ekstraordinær karakter, eller om de må betragtes som noget normalt. Det er derfor sandsynligt, at man i dag regner med en noget større prisstigningsrisiko end tidligere uden dog at have nogen klar forestilling om, hvor kraftig denne prisstigning vil blive. Det kan heller ikke udelukkes, at denne prisstigningsforventning afholder nogle fra at foretage en opsparing, de ville have foretaget, hvis de havde sikkerhed for, at pengeværdien ikke blev forringet. Hvor stor denne reduktion i opsparingen er, kan ikke måles.

8. De bestående former for obligationer

og sparekontrakter lægger hele prisstigningsrisikoen hos kreditor, som til gengæld får chancen for gevinst ved prisfald. Hvis priserne skiftevis går op og ned uden nogen entydig tendens på længere sigt, vil chance og risiko opveje hinanden. Men såfremt prisstigninger og forventninger om fortsat prisopgang har en udpræget overvægt, kan man betragte en del af renten på de opsparede beløb som en risikopræmie, som kreditor får for at påtage sig denne prisstigningsrisiko. Det kan også udtrykkes på den måde, at hvis priserne stiger mellem indbetalings- og tilbagebetalingstidspunktet, er i hvert fald en del af renten ikke at betragte som indkomst, men som en kompensation, der er nødvendig for at opretholde opsparingens realværdi. Kun den resterende del af renten er egentlig indtægt.

Nedenstående oversigt viser, hvor stor renteindtægt en kreditor får af et indskud på 100 kr., der indestår i tredive år, hvis man forudsætter en prisstigning på 75 pct. i løbet af de 30 år, og hvis man fra renteindtægten fradrager de beløb, som er nødvendige til at opretholde kapitalens realværdi.

Kr.	Rente af lånet, pct.				
	2	3	4	5	6
Lånesum med tilskrevne renter ...	181	243	324	432	574
Kapital med uændret realværdi	175	175	175	175	175
Renteindtægt	6	68	149	257	399

Hvis prisstigningen bliver 150 pct., falder beregningen i stedet således ud:

Kr.	Rente af lånet, pct.				
	2	3	4	5	6
Lånesum med tilskrevne renter ...	181	243	324	432	574
Kapital med uændret realværdi	250	250	250	250	250
Renteindtægt.....÷ 69 ÷	7	74	172	324	

Disse to opstillinger giver i virkeligheden et for gunstigt indtryk af sparereens forhold, idet han må betale indkomstskat af renten, uanset om den medgår til at opretholde kapitalens realværdi. Ved en skat på 30 pct. vil det ved en rentefod på ca. 3 pct. kun lige være muligt ved hjælp af renteindtægten at opretholde realværdien af opsparingen ved

en prisstigning på 75 pct., og ved den kraftigere prisstigning vil spareren næppe have mulighed for at bevare realværdien af sin opsparing, hvis renten er lavere end 4,5 pct.

Denne forringelse af kapitalens realværdi modvirkes tildels af, at den stigende økonomiske aktivitet, som normalt vil ledsage forventninger om stigende priser, vil medvirke til at presse renten opad. Det spillerum, der er for en sådan rentekompensation, er dog ifølge sagens natur meget begrænset. Ved forventninger om store prisstigninger vil sparere næppe kunne dækkes ind, selv gennem meget høje rentesatser. Derimod kan man snarere forestille sig, at tilbageholdenhed hos spareren overfor udsigten til moderate prisstigninger vil kunne overvindes ved en relativt høj rentebetaling. Kunne der på anden måde ydes spareren garanti mod kapitaltab ved prisstigninger, er det muligt, at han ville være villig til at betale en præmie herfor, f. eks. ved at slække på sit rentekrav. I det omfang, kontrakterne skal indgås på frivillig basis, vil spareren dog kun opnå en vis garanti mod uventet kraftige prisstigninger. Denne garanti betales ved, at han påtager sig en risiko for at få mindre end på en normal kontrakt (nemlig hvis prisstigningerne bliver mindre end ventet).

På hvilken måde sådanne kontrakter i praksis kan afsluttes, vil blive nærmere drøftet i de følgende kapitler. Forinden skal siges noget om, hvorledes etablering af værdifaste kontrakter kan tænkes at påvirke opsparingen på kortere og længere sigt.

9. Det er muligt, at man kan udvide antallet af sparere og forøge den enkeltes vilje til at spare ved at tilbyde *værdifaste kontrakter*. Denne virkning vil dog antageligt svækkes en del, såfremt tegningen af værdifaste kontrakter er betinget af et rentedslag, som er stort nok til at fremkalde et udbud af værdifaste fordringer med private debitorer.

Som nærmere påvist i bilag I vil kreditorerne nemlig i så fald ikke opnå nogen forhøjelse af ydelserne i forhold **til**, hvad der opnås på et normalt lån ved de prisstigninger, der svarer til de fremherskende forventninger på markedet, og ved mindre prisstigninger **vil** de opnå mindre end ved et normalt lån. Ordningen vil således kun give en vis garanti mod meget kraftige prisstigninger.

Udvalget anser det på denne baggrund for vanskeligt at bedømme, i hvilket omfang etablering af værdifaste opsparingsordninger vil forøge den samlede opsparing. Udvalget anser det imidlertid for overvejende sandsynligt, at en værdifast opsparingsordning i den nuværende situation kan virke stimulerende på henlæggelserne til sikring af egen alderdom eller efterladte og til etablering af virksomhed eller erhvervelse af fast ejendom. Virkningen vil antageligt navnlig fremkomme derved, at frygten for en kraftig forringelse af pengeværdien i mindre grad end nu vil afholde folk fra at spare i pengeform. Det er imidlertid ikke muligt at skønne over, hvor stærkt dette kan virke. Ligesom ved andre opsparingsfremmende forholdsregler vil virkningen på den samlede pengeopsparing i samfundet blive størst i den første årrække, efter at ordningen er indført.

Som det nærmere er påvist i bilag I, kan man kun vente, at et begrænset og fra år til år stærkt varierende antal kontrakter bliver afsluttet på værdifast basis, hvis ordningen skal gennemføres ad frivillig vej. Det vil således kun blive en begrænset kreds af sparere, der sikres værdifasthed, idet der formentlig kun kan være tale om at indføre indeksklausuler i kontrakter, der afsluttes i fremtiden. Som det vil fremgå af den følgende redegørelse, vil størrelsen af denne kreds i realiteten blive bestemt af, i hvilket omfang det offentlige vil påtage sig risikoen ved en værdifast opsparingsordning.

Kapitel III.

Hvilke muligheder findes i forvejen for værdifaste pengeanbringelser?

1. I dette kapitel vil det blive undersøgt, hvilke muligheder private eller spareinstitutterne i forvejen har for at anbringe deres midler helt eller delvist værdifast, og hvilke muligheder der ville opstå, hvis institutionerne fik mere fri adgang til at placere de forvaltede midler.

I det følgende kapitel undersøges derefter, i hvilket omfang private debitorer kan tænkes gjort interesserede i indeksregulerede lånekontrakter.

2. De placeringsmuligheder, som kan yde hel eller delvis værdifasthed, er jord og anden fast ejendom, anbringelse i erhvervsvirksomheder og aktier.

Ejeren af en *landbrugsejendom* eller anden erhvervsvirksomhed vil i almindelighed være dækket mod pengeværdiforringelser i hvert fald ved større udsving i priserne. Er der optaget lan i virksomheden eller ejendommen, vil han kunne opnå mere end dækning for prisstigningerne, medens formuens pengeværdi vil falde stærkere end priserne i en prisfaldsperiode.

Selvom adgangen til sådan placering står åben for alle, vil det dog ikke give nogen løsning på de små spareres problemer, da disse normalt ikke vil have kapital nok. Denne placeringsform forudsætter desuden evne og tid til at drive virksomheden. Den enkelte sparer har ikke mulighed for risikospredning.

Opsparingsinstitutterne har efter den gældende lovgivning kun en meget begrænset adgang til at foretage sådanne værdifaste anbringelser. De har ikke adgang til at placere i erhvervsvirksomhed og ville næppe heller kunne udnytte en sådan adgang. Derimod kan de i et vist omfang erhverve bolig-ejendomme.

3. Private sparere har i et vist omfang mulighed for at sikre værdifasthed for deres

opsparing ved køb af *een familiehuse*. Er huset behæftet, vil denne anbringelse af midlerne kunne give mere end fuld dækning i en prisstigningsperiode. Denne placeringsform forudsætter imidlertid dels, at man har en vis startkapital, dels at man tør binde en ret stor del af sine indtægter i en lang fremtid.

4. Køb af *aktier* skulle principielt give de samme muligheder for værdifasthed som køb af erhvervsvirksomhed, idet selskabernes muligheder for udbetaling af udbytte og værdien af aktierne må variere med erhvervenes indtjeningsevne. I praksis kan der dog fremkomme store afvigelser, idet selskabernes ledelse kan variere deres udbyttepolitik og derigennem også påvirke aktiekurserne.

Der er delte meninger om aktiernes værdifasthed. For at få dette spørgsmål belyst har udvalget anmodet Det statistiske Departement om at foretage en undersøgelse af, i hvilket omfang anbringelse i danske aktier har ydet værdifasthed under de prisændringer, der er indtrådt siden 1935. Resultatet af denne undersøgelse er meddelt udvalget i skrivelse af 16. maj 1955, der er aftrykt som bilag III.

Undersøgelsen omfatter alle børsnoterede aktier samt en del andre, for hvilke det har været muligt med passende mellemrum at opnå en anvendelig kursværdi. Det drejer sig om ialt 99 selskaber eller lidt over 1 pct. af samtlige aktieselskaber. I 1935 havde de undersøgte selskaber tilsammen 35 pct. af den samlede aktiekapital, i 1954 ca. 26 pct.

Undersøgelsen har både taget hensyn¹ til, at nogle sparere lægger hovedvægten på bevarelse af realværdien af formuebeløbet og til, at andre (f. eks. forsikrings-selskaberne) især lægger vægt på, at investeringens afkast er værdifast. Det er derfor først un-

dersøgt, hvordan kapitalværdien af aktier, købt i 1935, har bevæget sig, når der tages hensyn til kursændringer, opskrivning af kapitalen ved udstedelse af friaktier, emission til favørkurs o. lign. Dernæst er det vist, hvilket udbytte aktionasrerne har kunnet opnå i de enkelte år, hvis man til den udbetalte dividende lægger salgsværdien af de tegningsrettigheder eller friaktier, som måtte være tilfaldet aktieejeren i det enkelte år. Da friaktier og tegningsrettigheder således er medregnet både som en kapitaltilvækst og som et tillæg til udbyttet, kan disse opgørelser kun anvendes til at illustrere udviklingen ud fra hver af de to betragtningmåder taget for sig. Der er imidlertid også i det følgende beregnet, hvilken effektiv forrentning aktiekøbene ville have givet med det ovenfor anvendte udbyttebegreb.

5. Undersøgelsens hovedresultater fremgår af figur 2, som viser indeks for vejte gennemsnit af kapitalværdierne, henholdsvis afkastet i selskaberne i de enkelte år siden 1935, samt detailpristallet (1936 = 100).

Figuren viser, at der for perioden som helhed er en tendens til, at både kapitalværdier og afkast stiger under stigende prisniveau, men at begge dele for kortere perioder har vist egne bevægelser. I den betragtede periode er kapitalværdierne og afkastet ikke steget i tilnærmelsesvis samme omfang som priserne. I femåret 1949—1953 har

detailpriserne gennemsnitligt været dobbelt så høje som i 1936, medens aktiernes kapitalværdi kun har været 23 pct., og deres afkast 40 pct. højere end i 1936. For afkastet giver denne sammenligning sikkert endda et for gunstigt billede, idet disse år har været præget af en reaktion efter en række år med et meget lavt afkast under og umiddelbart efter krigen.

Konklusionen er, at aktier her i landet i den undersøgte periode kun delvis har fulgt prisbevægelserne, men dog har givet en beskedent grad af værdifasthed.

6. Et spørgsmål, som er forskelligt herfra, er, hvorvidt aktiebesiddelse giver en forrentning, der er lige så god som eller bedre end den, der opnås ved pengeanbringelse i obligationer. I nedenstående tabel er på grundlag af det af Det statistiske Departement udarbejdede materiale vist, hvilken forrentning man ville have opnået af sine midler ved køb i 1935 af aktier fordelt på et større antal selskaber og salg igen i 1953. Det er herved forudsat, at friaktier m. v. betragtes som udbytte i udstedelsesårene.

Den gennemsnitlige forrentning ult. 1935—ult. 1953 af den i 1935 i aktier investerede kapital.

	Årlige divi- dender pct.	Fri- aktier m. v. pct.	Realiseret kurs- gevinst pct.	lait pct.
Industrielskaber	6.07	0.69	0.75	7.51
Transport- selskaber	4.74	0.81	0.00	5.55
Banker	5.70	0.08	1.13	6.91
Forsikrings- selskaber	5.57	1.57	1.00	8.14
Andre under han- del og omsæt- sætning	3.85	1.23	1.25	3.83
Samtlige	5.24	0.74	0.75	6.73

De første fire grupper, som omfatter den langt overvejende del af det undersøgte materiale, har givet en gennemsnitsforrentning, som ligger noget over, hvad man har kunnet opnå ved at placere midlerne i obligationer. Køb i 1935 af Østifernes Kreditforenings 4 pct. 14. s. og salg ult. 1953 ville f. eks. have givet ca. 4 pct. i effektiv rente.

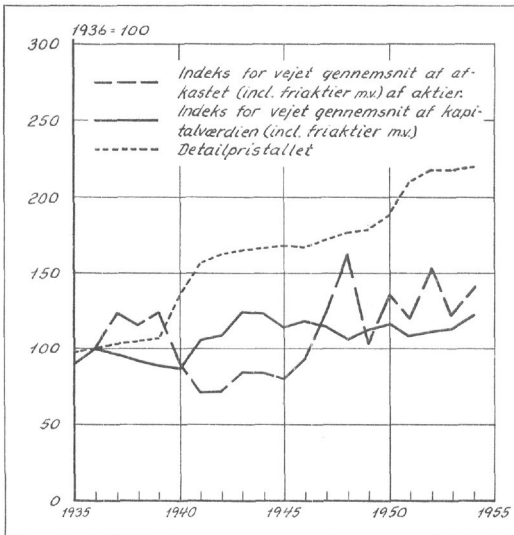


Fig. 2.

Vod valget af perioden er der lagt vægt på at belyse forholdene i en udpræget prisstigningsperiode. Man har derfor ikke ment det hensigtsmæssigt at gå længere tilbage end til 1935, idet man så ville få virkningerne af tredivernes krise med ind i billedet. Den anvendte periode har været præget af en række indgreb bl. a. i aktieselskabernes dispositioner, men denne omstændighed forringer næppe materialets værdi væsentligt, da man må regne med, at en periode med ekstraordinære prisstigninger ofte vil præges af sådanne indgreb.

7. Aktier er ikke særligt egnede som placeringsobjekt for småsparere, som ikke har nogen mulighed for risikospredning. Derimod kunne det tænkes, at muligheder herfor kunne tilvejebringes ved oprettelse af et investeringsselskab, eller at sparekasser og forsikringsselskaber, hvis lovgivningen i højere grad åbnede adgang dertil, ville placere i aktier. Denne placeringsmåde ville dog ikke åbne nogen mulighed for, at selskaberne eller sparekasserne kunne påtage sig nogen fast forpligtelse til hel eller delvis dækning mod fremtidige prisstigninger. Men det kunne ikke udelukkes, at f. eks. forsikringsselskaberne kunne give tilsagn om udbetaling af bonus i forhold til prisstigningerne i forsikringsperioden i det omfang, aktierne afkast gav mulighed derfor. Til illustration heraf kan henvises til de finske forsikringsselskabers praksis i de senere år, jfr. bilag II. Som stimulans for opsparringen ville denne form dog lide af den mangel, at de forsikrede ikke kunne få noget fast løfte om en sådan regulering.

Forudsætningen for, at en ordning af denne karakter kan fungere, er imidlertid, at man kan regne med, at aktierne også i en fremtidig prisstigningsperiode vil give et højere gennemsnitsudbytte end obligationer. Ellers vil der ikke blive nogen ekstra bonus at udbetale.

Undersøgelsen viser, at der godt gennem længere tid kan bestå en forskel mellem udbyttet af aktier og obligationer. Denne forskel kan have sin forklaring i, at publikum har undervurderet prisstigningstendenserne og dermed stigningen i aktiernes udbytte. Det synes rimeligt, at dette har været tilfældet i den betragtede periode. Forsåvidt forskellen i afkastningen skyldes

dette forhold, kan man ikke sige noget om, hvorvidt den også vil være til stede i fremtiden. Dette afhænger sikkert bl. a. af de fremtidige prisstigningers styrke, og det kan ikke udelukkes, at der kan komme perioder, hvor publikum i stedet overvurderer prisstigningstendenserne eller er villige til at betale en risikopræmie for at opnå en delvis sikkerhed overfor kraftige fremtidige prisstigninger og dermed driver aktiekurserne så højt op, at gennemsnitsforrentningen for aktier bliver lavere end for obligationer.

Der kan imidlertid også være forskelle både i de erhvervsdrivendes og i købernes vurdering af aktier og obligationer, som trækker i retning af et højere udbytte af aktier. Man påtager sig ikke nogen bindende betalingsforpligtelse ved at udstede aktier, og man kan derfor være villig til at anvende denne form, selvom den på længere sigt medfører noget større udbetalinger end optagelse af lån. Aktieudstederen er villig til at betale en præmie for den sikkerhed, der ligger i, at ydelserne på aktien er afhængig alene af hans virksomheds nettoindtægt. Samtidig er køberkredsen som nævnt begrænset, og selv købere, som har mulighed for en risikospredning, betragter vel aktier som mere risikoprægede end obligationer. En del af forskellen i afkastet er derfor nok udtryk for en hertil svarende risikopræmie af mere permanent karakter.

8. Spareinstitutterne har hidtil ikke haft adgang til aktieerhvervelse, og dette kan også have medvirket til at holde kurserne lavere og dermed gennemsnitsforrentningen højere end for obligationer.

Den samlede aktiekapital var i 1954 3,8 milliarder kr., medens der var en obligationsmasse på ca. 14 milliarder kr. Det vil langt fra være hele denne aktie masse, der kan komme på tale som placeringsobjekt for spareinstitutterne. Selvom den samlede værdi opgjort efter de nugældende kurser er en del højere, er den eksisterende aktie masse alligevel forholdsvis beskedent, sammenlignet med f. eks. forsikringsselskabernes placeringsbehov. En udvidelse af spareinstitutternes adgang til at erhverve aktier kunne på den anden side øge fordelene ved aktieemission så meget, at der fremkom et øget udbud af aktier. Men dette øgede udbud ville sandsynligvis kun fremkomme, efterhånden som den øgede

efterspørgsel pressede kurserne opad. En udvidelse af spareinstitutternes adgang til at erhverve aktier vil således snarest bidrage til at mindske den forskel, der har kunnet konstateres mellem forrentningen ved aktie- og obligationskøb.

9. Selvom der for en del af befolkningen er muligheder for anbringelse af opsparede midler på værdifast måde, og selvom køb af aktier formentlig til en vis grad kan sikre mod forringelse af pengeværdien, må man alligevel konkludere, at en meget betydelig del af befolkningen, nemlig så godt som alle lønmodtagere, i praksis ikke har mulighed

for at sikre sig på denne måde. De er henvist til at anbringe opsparede midler som bank- og sparekasseindlån, i obligationer eller i forsikringskontrakter.

Det er dog udvalgets opfattelse, at man kunne forøge de mindre spareres adgang til at drage nytte af den delvise garanti overfor kraftige og uventede prisstigninger, som aktiebesiddelse kan give, ved at give sparekasser, pensionskasser og forsikringsselskaber adgang til at placere en passende del af deres midler i aktier. Dette kunne måske samtidig lette finansieringen af erhvervs- livets investeringer.

Kapitel IV.

Private debitorer eller staten som debitor.

1. Der findes ikke i lovgivningen eller i retspraksis hindringer for afslutning af rent private pantebreve eller andre gældsbreve med indekssklausul. Loven af 27. november 1936 om suspension af *guldsklausuler* rammer kun gældsbreve, som er udstedt før 29. september 1931. Om lovens bestemmelser iøvrigt kunne anvendes analogt på andre indeksregulerede kontrakter, har udvalget ikke ment at burde tage stilling til.

Forsåvidt angår tinglyste fordringer, kan *hensynet til efterstående panthavere* dog rent faktisk stille sig i vejen.

Såvidt vides afsluttes private indeksregulerede lånekontrakter undertiden, men kun i meget ringe omfang, måske delvis på grund af vanskelighederne ved at forene parternes interesser, men måske især fordi parterne føler sig utrygge overfor, hvad kontraktbestemmelserne kan komme til at medføre.

2. Skal en værdifast opsparing, baseret på private debitorer, blive af nogen betydning, må den omfatte nogle af de mere væsentlige låneformer som kredit- og hypotekforeningslån, kommunernes og de koncessionerede virksomheders lån og eventuelt bankernes og sparekassernes og forsikringselskabernes udlån. Det er disse lånetyper, som er genstanden for den følgende diskussion.

3. Et hovedproblem ved etablering af sådanne private indeksskontrakter er at finde et indeks, som både debitor og kreditor vil acceptere. Skal der skabes interesse om indeksslån hos sparerne, vil det nok være af betydning, at lånet reguleres efter et indeks, som offentligheden kender. Det vil formentlig tillige være af betydning, at det anvendte indeks nogenlunde giver udtryk

for leveomkostningerne eller for den almindelige velstandsudvikling. Spørgsmålet om, hvilke indeks der opfylder disse betingelser, drøftes nærmere i kapitel V. Endvidere vil det sikkert være et ufravigeligt krav fra kreditors side, at debitor ikke kan øve nogen afgørende indflydelse på det anvendte indeks.

Debitor vil på sin side være interesseret i, at ydelsen reguleres efter et indeks, som bevæger sig i overensstemmelse med hans indtjeningsmuligheder. Der synes således kun mulighed for at forene debitors og kreditors interesser, hvis debitors indtjeningsmuligheder varierer nogenlunde i takt med udviklingen i et indeks, som sparereren kan godkende som udtryk for pris- eller velstandsudviklingen.

4. Udvalget har undersøgt, i hvilket omfang dette er tilfældet for fire debitorgrupper, som først og fremmest kan tænkes at komme på tale, nemlig ejere af boligejendomme og landbrugsejendomme samt elværker og gasværker.

I figur 3 er vist sammenhængen mellem *huslejeudvildning* og detailpriser siden 1914. Over lange perioder er der betydelig forskel mellem udviklingen i de to indeks. Huslejen fulgte ikke med i prisstigningen under den første verdenskrig, og først omkring 1930 kom huslejen op på samme niveau som detailpriserne. Under tredivernes roligere prisudvikling fulgtes de to indeks nogenlunde, men i hele perioden fra 1939 til i dag har stigningen i huslejen igen været langt mindre end i detailpriserne. Da det anvendte huslejeindeks bygger på et gennemsnit af huslejen i de gamle og et voksende antal nye lejligheder, har huslejestigningen i den ældre boligmasse siden 1939 været svagere, end indekset giver udtryk for.

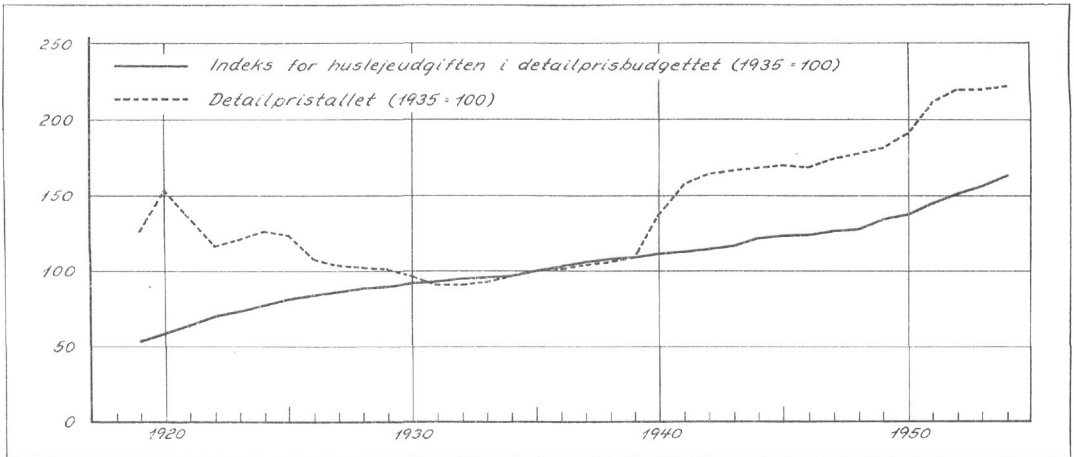


Fig. 3.

Huslejens efterslæbning skyldes især huslejerreguleringen under og efter de to krige.

Efterspørgselsmæssigt kunne huslejemarkedet i og for sig have båret en stigning i takt med detailpristallet. Havde huslejen været fri, havde ejerne været i stand til at betale afdrag og renter efter pristallet ved at sætte lejen op i takt hermed.

På grund af den store politiske betydning, der tillægges huslejen, er det imidlertid et stort spørgsmål, om kreditorerne vil have tillid til, at klausulen ikke i praksis sættes ud af kraft derved at en huslejustrøelse igen kommer på tale under eventuelle fremtidige prisstigninger.

Regulering efter et huslejeindeks vil af samme grund ikke frembyde tilstrækkelig garanti for sparene.

5. Figur 4 illustrerer bevægelsen i henholdsvis detailpriserne og prisen på gas og elektricitet siden midten af trediverne. Elprisen er beregnet som elværkernes bruttoindtægt divideret med det solgte antal kWh. Gasprisen er den ved beregningen af detailpristallet anvendte.

Gasprisen har — med mindre afvigelser i de enkelte år — bevæget sig parallelt med detailpristallet.

Elprisen bevægede sig frem til krigens afslutning i takt med detailpristallet, men er siden faldet en del. Faldet kan dels skyldes rationaliseringen ved bygningen af de store nye værker, dels at beskatningselementet i elprisen er reduceret, endelig at den billigere tekniske strøm nu udgør en større

andel af den samlede elproduktion end tidligere. Der er ingen grund til at antage, at værkerne ikke skulle kunne sætte elpriserne således, at de kunne betale ydelser på langfristede lån efter detailpristallet. Resultatet af en sådan regulering ville nok være blevet en højere elpris end den nuværende og dermed højere omkostninger for erhvervene.

Da værkerne har et faktisk monopol og i kraft af deres tilknytning til kommunerne har mulighed for at variere beskatningselementet, eventuelt få et underskud dækket gennem skatter, øver de selv afgørende indflydelse på deres takstpolitik. Et takstindeks kan derfor næppe anvendes som

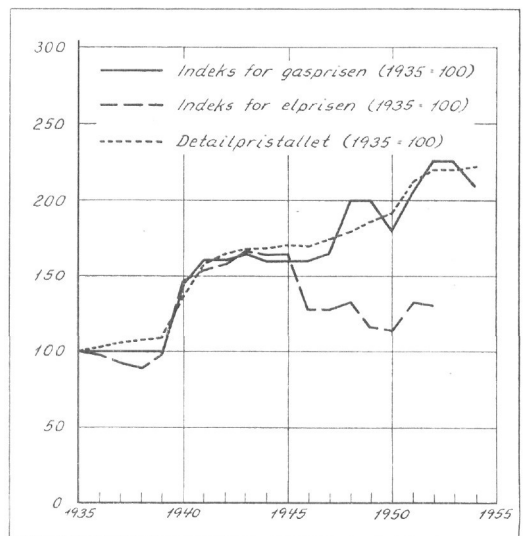


Fig. 4.

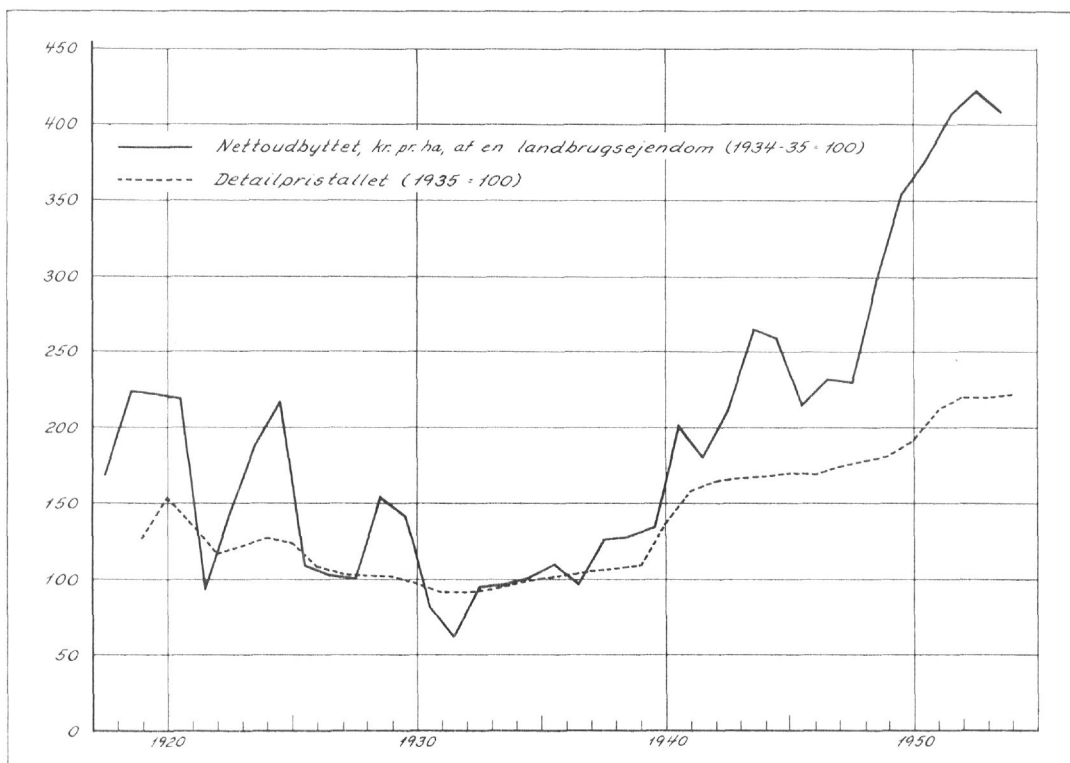


Fig. 5.

Nettoudbyttet, kr. pr. ha., er Landøkonomisk Driftsbureau opgørelse for samtlige ejendomsstørrelser.

reguleringsgrundlag. Udviklingen for priserne viser iøvrigt, at man bør være varsom med at drage for vidtgående slutninger på grundlag af en parallelitet, konstateret gennem en vis periode.

Forsåvidt værkerne er kommunale, skal de have tilladelse fra tilsynsmyndighederne til at indgå indeksregulerede lånekontrakter. Hidtil er sådanne tilladelser ikke givet.

6. Figur 5 illustrerer bevægelserne i landbrugets nettoindtægt i kroner pr. ha. Indtægten svinger kraftigt fra år til år. I de enkelte år er afvigelserne fra detailprisernes bevægelser derfor betydelige. Men på lidt længere sigt er der en samvariation mellem landbrugets indtjeningsforhold og detailprisernes bevægelser, selvom svingningerne i den førstnævnte størrelse er en del stærkere end i den sidstnævnte. Afvigelserne er dog så kraftige, at kreditor nok ville vægre sig ved en regulering efter landbrugets indtjeningssevne, da det for ham ville betyde kraftige udsving både i ydelsens real- og nominalværdi.

Derimod synes bevægelserne i landbrugets udbytte at være af en sådan karakter, at udbyttet opfylder betingelserne for at kunne danne grundlag for en indeksregulering efter detailpristallet.

7. Skal indeksregulerede lån i landbrugs- og boligejendomme blive af større betydning, må der åbnes særlige indeksregulerede kredit- og hypotekforeningsserier. I så fald rejser sig særlige problemer med hensyn til overholdelsen af lånegrænsen og efterstående panthavere.

Kreditforeningerne må kun yde lån op til 60 pct. af ejendommens værdi. Er lånet indeksreguleret, kan restgælden imidlertid ved stigende priser vokse over den oprindelige hovedstol, således som det er vist ved de i bilag IV gengivne regneeksempler, der er overladt udvalget af direktør Wittrup. Medmindre ejendommens værdi stiger i takt med reguleringsindekset, vil lånegrænsen derved blive overskredet. Risikoen for overskridelse eksisterer imidlertid også ved almindelige lån ved fald i ejendomspriserne.

Dette gjorde sig f. eks. gældende i tyverne og begyndelsen af trediverne, men spiller naturligvis kun en ringe rolle, hvis priserne hovedsageligt bevæger sig opad.

En summarisk undersøgelse af variatio-
onerne i landbrugsejendommenes handels-
værdi og detailpriserne siden 1920 tyder på,
at risikoen for kreditor ikke forøges ved
indeksregulerede lån, hvor regulering sker i
begge retninger fra den oprindelige lånesum.
Men der ville antageligt kræves en lov-
ændring, og før en sådan gennemførtes, ville
det være rigtigt at lade foretage en nøjere
undersøgelse til belysning af forholdene i de
enkelte landsdele og for brug af forskellig
størrelse.

8. Den foregående gennemgang viser, at
der under visse forudsætninger skulle være
dækningsmulighed for værdifaste lånekon-
trakter med regulering efter detailpristallet
ved pantelån i henholdsvis landbrugsejen-
domme, boligejendomme og offentlige vær-
ker. Boligejendomme kan dog være mindre
egnede som låneobjekter for sådanne lån,
fordi der næppe hos kreditorerne vil være
tillid til, at reguleringsklausulen i kontrak-
terne ikke bliver sat ud af kraft, hvis deres
opfyldelse vil føre til væsentlige huslejstign-
inger, løvrigt vil det kræve ændringer i lov-
givningen, hvis lånene skal ydes gennem
kredit- og hypotekforeningerne.

9. Det afgørende spørgsmål må imidler-
tid blive, i hvilket omfang debitorerne vil
være villige til at indgå sådanne kontrakter.
Forudsættes det, at der fortsat kan optages
lån på sædvanlige vilkår, vil debitorerne
overveje, om de i den givne situation har
mest fordel af at optage lån af den ene eller
den anden slags. Venter debitor f. eks. stig-
ende priser, vil han ikke gå ind på indeks-
regulering af lånekontrakten, medmindre han
får et passende nedslag i renten; dette ned-
slag i renten må være desto større, jo stær-
kere prisopgang der ventes. Tilsvarende vil
kreditor være villig til at give et rentened-
slag, såfremt han forventer højere priser.

Når både kreditor og debitor venter
nogenlunde samme prisopgang i låneperi-
oden, vil der således kunne blive afsluttet
en lånekontrakt, hvor renten er sat lavere
end på et normalt lån. Grupper af kreditorer

og debitorer, der føler sig usikre med hen-
syn til den fremtidige prisudvikling, vil
kunne være interesserede i at indgå indeks-
regulerede kontrakter for at sikre sig imod
usikkerheden med hensyn til ydelsernes stør-
relse, målt i reale goder.

Findes der på markedet sådanne grupper,
vil dette alt efter om denne type spiller
størst rolle blandt debitorerne eller kredi-
torerne, påvirke renteforskellen mellem in-
deksregulerede lån og sædvanlige lån. Er
denne type mere almindelig blandt kredi-
torerne end blandt debitorerne, skulle
renteforskellen forventes at blive noget
større, end hvad der svarer til den alminde-
lige forventning om prisstigningerne.

Svarer imidlertid på låneoptagelsestids-
punktet forskellen mellem renterne for de to
slags lån til den almindelige forventning om
prisudviklingen, og forløber den faktiske
prisudvikling i overensstemmelse med det
forventede, skulle kreditor i princippet ikke
få mere, end han kunne have fået ved et
normalt lån.

Bliver de faktiske prisstigninger mindre
end ventet, vil kreditor blive ugunstigere
stillet, end hvis han havde tegnet et normalt
lån. Kun såfremt prisopgangen bliver stær-
kere end forventet, vil kreditor få en fordel
ved den værdifaste kontrakt. Indeksregu-
lerede lån oprettet på frivillig basis og med
private debitorer vil således kun give spar-
erne garanti overfor uventede eller uventet
kraftige forringelser i pengeværdien. I prak-
sis vil dette kunne spille en rolle for de
sparere, der netop ønsker dækning mod de
uforudsete prisstigninger; der vil dog kun
blive tale om delvis dolkning, såfremt
indeksreguleringen er betinget af en lavere
rente.

En forudsætning for, at sådanne kontrak-
ter kan få samfundsmæssig betydning er
imidlertid, at debitorer og kreditorer kan
finde hinanden på et lånemarked for indeks-
regulerede fordringer.

10. Dette problem er nærmere belyst i
bilag 1 gennem en række regneeksempler.
Hovedindholdet heraf kan kort sammen-
fattes således:

Såfremt et større antal kreditorer og
debitorer på et givet tidspunkt har nogen-
lunde ens forventninger vedrørende den
fremtidige prisudvikling, skulle der i og for

sig være grundlag for afslutning af indeksregulerede kontrakter, og der kan fremkomme et marked med rente og kurs på sådanne fordringer, men det er ikke muligt at sige, hvor stor en del af det samlede lånemarked, det vil omfatte.

Bortset fra ltrngere perioder med stabile priser, vil der imidlertid på et givet tidspunkt være forskellige prisforventninger hos de forskellige debitorer og kreditorer. Dette vil betyde, at det kun er et udsnit af debitorerne og et udsnit af kreditorerne, der finder hinanden på markedet for indeksregulerede fordringer. Resten af debitorerne og kreditorerne vil betjene sig af det traditionelle kapitalmarked.

Såfremt debitorerne i højere grad end kreditorerne er indstillet på stigende priser — og der er grund til at tro, at det netop er de erhvervsdrivende, som venter stigende priser, der vil investere, — vil dette yderligere begrænse markedet for indeksregulerede lån.

Det vil også formindske markedet, hvis debitorerne forlanger en ekstra risikodækning i form af rentenedslag for den usikkerhed, der knytter sig til sådanne lån, og hvis kreditorerne kræver et risikotillæg i form af højere rente end deres prisforventninger egentlig berettiger.

Såfremt prisstigningsforventningerne ændrer sig, vil dette påvirke markedet for indeksregulerede fordringer. Bliver både debitorer og kreditorer opmærksom på en forstærket prisstigningstendens, vil det trykke renten eller hæve kursen på de værdifaste fordringer; er det navnlig debitorerne, der venter prisopgang eller stærkere prisopgang end hidtil påregnet, vil tillige afslutningen af indeksregulerede kontrakter beløbsmæssigt gå tilbage; eventuelt vil det overhovedet ikke blive muligt for parterne at nå til enighed om vilkårene.

Savel renten på indeksslånene som udbudet vil således svinge som følge af pris-svingninger eller blot ændringer i prisforventningerne. Disse udsving vil kunne **blive** relativt betydelige, bl. a. fordi der er et marked for traditionelle lån at falde tilbage på i de situationer, hvor indeksslånene ikke er tilsteokkeligt tilløkkende. Det vil således ikke være muligt at bygge en fastere spareordning på indeksregulerede fordringer baseret på private debitorer alene.

11. Udvalget er på grundlag heraf kommet til den konklusion, at en indeksreguleret spareordning med private personer, kommuner eller offentlige værker som debitorer næppe vil få større betydning.

For det første kan det blive vanskeligt at finde et indeks, som begge parter vil finde antageligt.

For det andet vil det være vanskeligt at opnå et nogenlunde stabilt udbud af indeksregulerede lån. Skal en værdifast placeringsform virke stimulerende, må der være et over tiden nogenlunde jævnt udbud. Specielt vil det gælde, at forsikringselskaberne, bankerne og sparekasserne ikke kan tegne lange indeksregulerede kontrakter, medmindre de kan få garanti for, enten at der i hele kontraktperioden vil blive udstedt værdifaste obligationer i takt med væksten i deres forpligtelser og til en kurs, som ikke påvirkes af ændringer i prisforventningerne, eller at de på anden måde kan få dækket deres reguleringsforpligtelser. jfr. iøvrigt kapitel VII En ordning med private debitorer måtte derfor, hvis formålet skulle nås, suppleres med et udbud af indeksregulerede statsobligationer, som varierede omvendt med udbudet af private papirer og derved stabiliserede kursen på markedet for indeksregulerede lån.

For det tredje ville sådanne private lån kun give en delvis kompensation og kun overfor uventet kraftige prisstigninger.

For det fjerde ville en eventuel ordning forudsætte ændringer i lovgivningen om real-kredit.

12. Såfremt man vil tilstræbe en værdifast opsparingsordning af nogen betydning, må *staten* derfor, hwudenten der oprettes private, indeksregulerede kontrakter eller ej, indtræde enten som garant eller som debitor.

Skal adgangen til at tegne indeksregulerede lån blive af nogen betydning som stimulan for opsparingen, kan det næppe undgås, at staten herved påføres en finansiell belastning i fremtiden. Såfremt staten udbød lånene på almindelig forretningsmæssig basis under hensyn til en vurdering af prisstigningsrisikoen, ville det vel ikke nødvendigvis medføre øgede udgifter til forrentning og afdrag. Det ville imidlertid være meget betænkeligt, om staten f. eks. gennem en

nedsættelse af renten på indeksregulerede obligationer yderligere bestyrkede offentligheden i forventninger om prisstigning, j eventuelt fremkaldte sådanne forventninger. Man ville heller ikke ved denne fremgangsmåde undgå de ulemper, som er knyttet til værdifaste lån på privat grundlag. Som nærmere omtalt ovenfor måtte staten netop — hvis ordningen skulle få nogen værdi bl. a. som grundlag for forsikrings- og andre sparekontrakter — sikre et nogenlunde fast udbud til en rente, som ikke var påvirket af svingninger i prisforventningerne, men alene bestemtes af det almindelige renteniveau; dette ville væsentligt øge statens risiko. Hvis det tilstræbes at give sparene

kompensation også for prisstigninger af forholdsvis begrænset omfang, ville det yderligere medføre en finansiell belastning for staten.

Resultatet må således blive, at en del af indeksreguleringen i sidste instans måtte betales gennem øget skatteudskrivning. Det er ikke muligt at vurdere virkningerne heraf tilbunds, men det kan ikke udelukkes, at denne flytning af indkomst fra skatteyderne til kreditorerne kan virke forbrugsforøgende, således at en del af den forøgelse af opsparingen, som adgangen til at tegne værdifaste lån eventuelt måtte medføre, ville blive neutraliseret på længere sigt.

Kapitel V.

Hvilke indeks kan sikre værdifasthed?

1. Den forestilling, man som oftest knytter til begrebet værdifasthed er vel den, at den opsparede kapital og dens renteafkast bevarer *uændret købekraft* overfor et bredt udsnit af varer, f. eks. repræsenteret ved detailprisbudgettet.

Denne opfattelse af værdifasthed knytter sig nøje til forestillingen om, hvad der kunne nås gennem uændret pengeværdi. Ændres priserne og dermed pengeværdien skal en bestemt formue og en bestemt renteindtægt reguleres, så den alligevel *bevarer sin realværdi*. Der skal altså efter denne opfattelse i enhver situation ydes sparerne kompensation for indtrufne ændringer i prisniveauet.

I praksis er det ikke muligt fuldtud at gennemføre en ordning, som for hver enkelt sparer opfylder denne målsætning. Alt efter sparerens indtægts- og formueforhold og hans families størrelse o. s. v. vil det være forskellige varers priser, som er af betydning for, hvilken købekraft hans penge har. I praksis må man derfor nøjes med en gennemsnitsbetragtning og anvende et almindeligt indeks, f. eks. detailpristallet, som en tilnærmelse til den opstillede målsætning.

2. En modificeret opfattelse af begrebet værdifasthed tager sit udgangspunkt i den kendsgerning, at stigende priser kan være udtryk for, at samfundet er blevet fattigere, nemlig ved nedgang i produktiviteten, sådan som det f. eks. skete under krigen, eller som følge af dårlig høst eller forringet bytteforhold overfor udlandet. Omvendt kan faldende priser bero på øget produktivitet og velstand. Uet ville efter denne opfattelse ikke være rimeligt at yde sparerne dækning for sådanne på produktivtetsnedgang beroende prisstigninger. Man kunne herefter bestemme værdifasthed i gælds-

kontrakter således, at kreditors renteindtægt og fordring reguleres i takt med *gennemsnitsindtægten i samfundet*. Herved vil den opsparede kapital og renteafkastets reale købekraft variere i takt med den gennemsnitlige realindtægt.

Stiger således prisniveauet, og følger lønninger og avancer med op i samme takt, vil også renteindtægterne ved sådan regulering følge med op. Men skyldes de stigende priser helt eller delvis reduceret produktivitet eller forringet bytteforhold, vil lønninger og avancer ikke følge med op eller kun følge delvis med, og de herefter indeksregulerede renteindtægter vil altså stige mindre end priserne. Der ydes således på denne måde mindre dyrtidsdækning under en krig end ved den foran omtalte pristalsregulering. Omvendt bliver der i perioder med stor velstandsfremgang tale om en større realdelse til sparerne end ved pristalsreguleringen.

I det følgende gennemgås forskellige mulige reguleringsindeks med henblik på at belyse, i hvilken grad de opfylder de to målsætninger, og hvorledes de tjener henholdsvis kreditors, debtors og samfundets interesser.

3. De folk, der sparer op eller har sparet op, er naturligvis umiddelbart interesseret i at få dækning for alle prisstigninger. Det kunne måske svække interessen for indeksregulering af sparekontrakter noget, hvis man fulgte den anden opfattelse og ikke gav dækning for prisopgangen, når der var sket en nedgang i produktiviteten. På den anden side ville sparerne ved at følge denne metode opnå at fa andel i den velstandsstigning, som sker ved produktivtetsfremgang -- og dette er vel over længere periode det mest typiske for nutidens sam-

fund. Følges denne opfattelse vil private sparere og pensionister o. s. v. blive lige-stillet med aldersrentemodtagere og tjene-stemænd, hvis pensioner stort set følger vel-standsudviklingen.

Hvis opsparingens omfang overhovedet kan påvirkes ved anvendelse af indeksregulerede sparekontrakter må man derfor antage, at de to metoder har nogenlunde lige gunstige virkninger. Det er vel i øvrigt navnlig frygten for de meget store prisstigninger, fremkaldt af monetære årsager, der eventuelt virker svækkende på sparelysten, og mod denne risiko skulle begge typer af regulering yde dækning.

4. *Private debitorer* vil vel principielt foretrække en indeksregulering af deres gældskontrakter, så ydelserne følger svingningerne i deres egen indtægt. Det vil dog blive vanskeligt at gøre sparerne interesserede i regulering efter sådanne specialindeks, hvorfor sådanne lån vil blive relativt dyre og derfor næppe være af interesse for debitorerne.

Selvom der skulle være debitorer, som ikke mener, de kan binde sig til gælds-kontrakter reguleret efter et almindeligt pris- eller lønindeks, behøver den omstændighed, at et sådant indeks ikke varierer helt i takt med debtors indtjeningsforhold dog ikke at føre til, at alle debitorer vil være afvisende. Også normale kontrakter medfører en risiko for debitor derved, at ydelserne er konstante fra år til år, medens debtors indkomster er svingende. Selvom det reguleringsindeks, der eventuelt bliver tale om at anvende i værdifaste kontrakter, ikke varierer helt på samme måde som debtors indkomst, vil der dog nok være en tendens til, at de to ting svinger i samme retning, hvis der sker større udsving i pris- og Løn-niveauet.

Stiger prisniveauet *alene* som følge af nedgang i produktiviteten, vil regulering af renteydelser efter et pristal føre til en yderligere nedgang i debtors realindtægt sammenlignet med de traditionelle gælds-kontrakter. Ved regulering efter gennemsnitsindtægten i samfundet vil debitor blive noget bedre stillet, men dog fortsat ringere end ved traditionelle kontrakter. Skyides prisopgangen derimod ikke produktivitets-nedgang, vil de to former for indeksregule-

ring give samme resultat og begge stille debitor ringere end traditionelle kontrakter. Til gengæld vil indeksreguleringen i alle til-falde stille debitor bedre under prisfalds-perioder end de traditionelle kontrakter. Disse betragtninger forudsætter dog, at der anvendes samme rentesats for normale og indeksregulerede kontrakter, hvilket, som det fremgår af betænkningen iøvrigt, ikke vil *væve* tilfældet.

5. Hvis indeksregulerede kontrakter får større udbredelse, vil det set fra et samfundssyn spunkt være at foretrække, at den metode anvendes, som ikke giver dækning for de prisstigninger, som skyldes forringet produktivitet. Ved større forstyrrelser, som f. eks. under en krig, ville det blive vanskeligt at bremse en inflation, hvis man på forhånd havde sikret en stor del af sparerne en uændret realindtægt. Selvom det højere forbrug hos sparerne, som dette ville betinge, delvis ville blive opvejet af reduceret forbrug hos debitorerne, må man dog som helhed antage, at efterspørgselspresset ville blive større, ligesom pris- og indtægtsstigningen ville forplante sig hurtigere. — Der er derfor en risiko for, at lovgivningsmagten ville suspendere indekssklausulerne i en sådan situation, hvilket for lange tider ville miskreditere værdifaste lånekontrakter. Denne risiko vil formentlig være mindre, såfremt man ikke giver kreditorerne større dækning end den, lønmodtagerne får, d. v. s. hvis renteydelserne reguleres efter et lønindeks og ikke et prisindeks.

Indekslån med private debitorer vil, som anført i kapitel IV, næppe få større udbredelse, men den anførte betragtning vil også have gyldighed, når staten står som debitor i indeksregulerede kontrakter.

6. Det har tidligere været almindeligt at tilstræbe vamlifasthed i lånekontrakter ved at *fastsætte ydelserne i guld*. Sådant regulering opfylder imidlertid ikke nogen af de to nævnte målsætninger, idet erfaringen viser, at der ikke er nogen nær afhængighed mellem prisen på guld og prisen på varer eller tjenester.

Den store stigning i dollarkursen, som fandt sted i en række lande i 1931 -32, medførte således ikke nogen nævneværdig stigning i priserne eller lønningerne i de

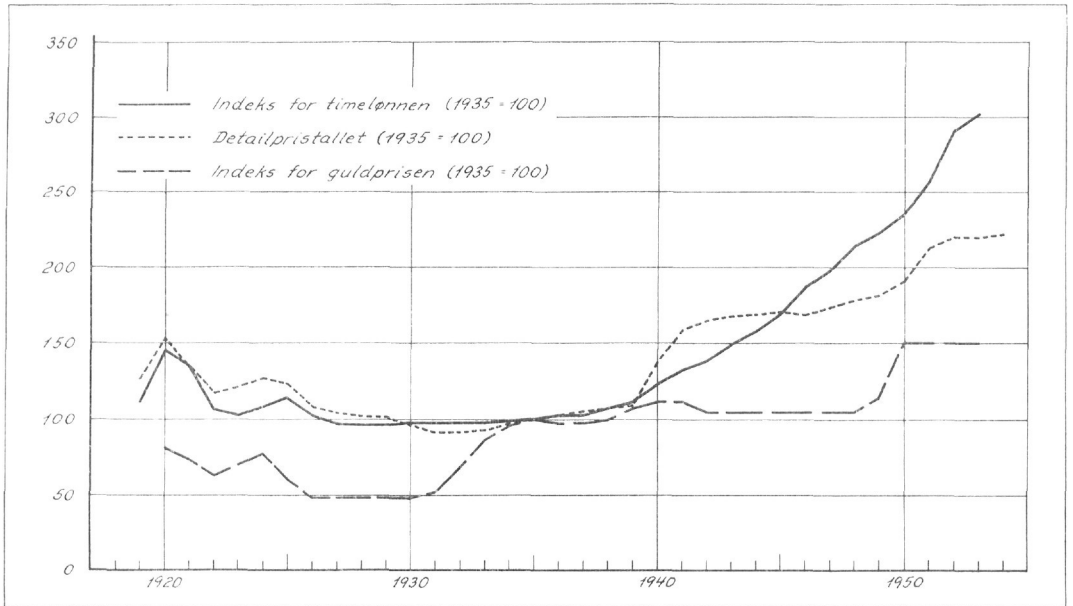


Fig. 6.

lande, der forhøjede dollarkursen og dermed guldprisen, og da USA selv i 1933—34 forhøjede guldprisen, udtrykt i dollars, fik dette heller ikke nogen nævneværdig indflydelse på priserne hverken i USA eller andre steder. Lignende erfaringer gjorde man ved den store devaluering i forhold til dollars i 1949, jfr. figur 6.

Den omstændighed, at regeringerne efter 1931 satte eksisterende guldklausuler i kontrakter ud af kraft, må derfor ses på baggrund af, at disse klausuler medførte helt andre resultater end dem, der var tilsigtet ved kontraktens indgåelse. Fra 1929 faldt priserne kraftigt, mens guldprisen fra 1931 efterhånden blev sat klækkeligt op i alle lande.

7. Fra kreditors synspunkt vil regulering af ydelserne efter *detailpristallet* sikkert blive betragtet som et godt udtryk for værdifasthed. Da denne reguleringsform giver kompensation for alle arter af prisstigninger, er det som nævnt fra et samfundsmæssigt synspunkt forbundet med betænkeligheder at lade den komme til anvendelse. Drejer det sig kun om en begrænset ordning, ville disse betænkeligheder dog veje mindre tungt overfor fordelene ved som reguleringsgrundlag at anvende et indeks, som alle kender.

Detailpristallet påvirkes desuden også af skatter og afgifter, og en omfattende regulering efter dette indeks kan derfor gøre det endnu vanskeligere at føre finanspolitik. Navnlig hvis staten er debitor, kunne dette tale for i hvert fald at anvende et særpristal uden skatter og afgifter. Man kan ganske vist ikke generelt gå ud fra, at et sådant særpristal vil stige svagere end det nuværende pristal, men i situationer, hvor en finanspolitisk stramning gennemføres ved kraitige skatteforhøjelser, vil det blive tilfældet.

8. En regulering af lånebeløb efter *gennemsnitsindtægten i samfundet* ville svare til den anden af de foran nævnte målsætninger, idet de prisændringer, der skyldes produktivtændringer eller ændringer i bytteforholdet, herved ikke fører til ændringer i ydelserne. En sådan regulering ville svare til det, man har forestillet sig ved regulering efter et velstandstal. Opgørelsen af gennemsnitsindkomsten er imidlertid — hvad enten den foretages på grundlag af skatteansættelserne eller nationalindkomstberegningerne — forbundet med en sådan usikkerhed og foreligger med så stor forsinkelse, at den næppe vil være egnet som reguleringsgrundlag.

9. Regulering efter et indeks for *den gennemsnitlige timeløn* ville stort set sikre långiveren en uændret andel af nationalproduktet. Dette ville dog ikke gælde, hvis der sker større forskydninger i indtægtsfordelingen mellem arbejdere og andre samfundsgrupper. Forøges effektiviteten, får kreditor del i samfundets stigende velstand, medens han, hvis effektiviteten falder, som det skete under den anden verdenskrig, vil se sin realindtægt og -formue reduceret i takt med den almindelige velstandsnedgang i samfundet.

Der foreligger ikke noget almindeligt lønindeks, men kun et indeks for timelønnen i håndværk og industri. Dette indeks vil vel i de fleste tilfælde give en ganske god tilnærmelse til den anden af de i indledningen nævnte målsætninger, men det kan ikke udelukkes, at det gennemsnitlige lønniveau i samfundet kan bevæge sig på en noget anden måde end timelønnen i håndværk og indu-

stri, således at det, hvis den nævnte målsætning tilstræbes, vil være hensigtsmæssigt, at der udarbejdes et mere omfattende lønindeks.

10. I praksis synes således kun detailpristallet eller et lønindeks anvendelige som reguleringsgrundlag. Valget mellem de to indeks må træffes ud fra en vurdering af, hvilken vægt man lægger på, at kreditorerne ikke skal have dækning for sådanne prisændringer, som modsvarer en nedgang i samfundets velstand. Lægges der stor vægt på dette synspunkt, vil regulering efter et lønindeks være at foretrække. Anvendelsen af lønindekset vil samtidig medføre, at kreditorerne får andel i en eventuel fremtidig velstandsstigning som følge af stigende produktivitet, medens regulering efter detailpristallet stort set sikrer uændret realindtægt og -formue uanset eventuelle ændringer i produktiviteten og priserne.

Kapitel VI.

Markedspapirer eller ikke-omsættelige fordringer.

1. Hvadenten der bliver tale om kontrakter med private debitorer eller alene med staten som debitor, kan forholdet til spareren enten ordnes således:

- a. at debitor udsteder omsættelige gældsbreve, eventuelt børsnoterede obligationer, med indekssklausul, eller således
- b. at debitor udsteder indekssklausulerede forskrivninger, som kun kan overtages af dertil autoriserede institutioner, som opretter langfristede sparekontrakter med dækning i disse forskrivninger. Sparekontrakterne er ligesom forskrivningerne uomsættelige og må iøvrigt være sikret ved forskellige begrænsninger, jfr. nedenfor under 5.

"2. Det er muligt, at debitor kan opnå en højere kurs for sine forskrivninger, hvis de gores markedsgængse, idet den under b. nævnte fremgangsmåde begrænser kredsen. Efter omstændighederne kan begrænsningen blive så snæver, at der fremkommer en art købermonopol. Vurderingen af sådanne tendenser må bero på, hvorvidt staten alene eller også private optræder som debitorer.

•\). For omsættelige gældsbreve, vil der på markedet danne sig en kurs, som bl. a. er afhængig af markedets forventninger med hensyn til den fremtidige prisudvikling.

Hvis [tapirerne er opsigelige med kort varsel fra debtors side, vil kursen hurtigt kunne tilpasse sig til forventningerne hos debitor og kreditor.

Som omtalt i det følgende kan værdifaste obligationer imidlertid næppe opfylde deres formal, hvis der ikke indrømmes en vis længere uopsigelighed fra debtors side. Er dette tilfældet, må markedets beholdning af

værdifaste obligationer som nærmere belyst i bilag I på kortere sigt betragtes som relativt konstant. Det vil derfor først og fremmest være ændringerne i kreditorernes forventninger, der bliver afgørende for rentens højde, medens ændringer i debitorernes forventninger i første omgang især vil påvirke nytilgangen af værdifaste obligationer.

Forventningerne med hensyn til prisudviklingen på kort og langt sigt vil få en noget forskellig betydning for kursdannelsen for lån med samme løbetid, alt efter om lånet tilbagebetales i sin helhed ved låneperiodens udløb (fast lån), eller det afdrages løbende (f. eks. som et annuitetslån). For et fast lån med rentetilskrivning bliver kun indeks i slutåret af betydning for, hvad lånet giver, mens bevægelserne indtil da ikke spiller nogen rolle. Udbetales renten løbende, spiller også indeksudviklingen gennem låneperioden en rolle, men da hele kapitalen forfalder i slutåret, vil indeks i dette år stadig være af relativt større betydning end indeksene i den øvrige del af låneperioden. For et annuitetslån er ydelserne i de enkelte år lige store, og indeksudviklingen gennem låneperioden må derfor blive af relativt større betydning end for et fast lån med samme løbetid.

Selv om man ved en værdifast opsparingsordning fortrinsvis stiledede mod at sikre opsparingen over længere perioder og derfor udstedte papirer med lang løbetid, vil disse dog, såfremt de er omsættelige, også kunne yde garanti overfor prisændringer ved korte pengeanbringelser, for så vidt kurserne svinger med prisudviklingen. De ovenanførte betragtninger fører dog til, at prisforventningerne er af større betydning for kursdannelsen end det aktuelle prisniveau. Hertil kommer, at langfristede fordringer kan være udsat for så kraftige kurs-

ændringer ved forskydninger i renteniveauet, at de af den grund i visse perioder kan være uegnede for kortfristede pengeanbringelser.

4. Blandt de hensyn, der spiller ind ved valget af kontraktformer, må nævnes, at spareren antageligt vil ønske mulighed for i særlige tilfælde (dødsfald, invaliditet) at frigøre hovedstolen forinden kontraktperiodens udløb, i hvert fald til lånets pålydende værdi. En sådan tilbagekøbsklausul kan indføjes i en iøvrigt bunden, ikke omsættelig opsparingskontrakt, medens man ikke kan give ejeren af en omsættelig fordring samme vilkår. Ejeren af en omsættelig fordring vil i sådanne tilfælde være henvist til at realisere til gældende kurs. Ganske vist vil kursen nok i et vist omfang følge prisudviklingen, men som nævnt vil prisforventningerne kunne føre til væsentlige afvigelser herfra. I bilag I er gennemgået et eksempel, som viser, at den sparer, som efter fem års forløb tvinges til at sælge sin værdifaste obligation, ikke alene ikke når den tilsigtede værdifasthed, men bliver stillet ugunstigere, end hvis han havde købt en normal obligation, såfremt prisstigningsforventningerne er mindre udprægede på salgstidspunktet, end da obligationen blev købt. Ved markeds-gængse indeksregulerede papirer er der således en betydelig risiko for, at spekulation i prisændringer kan ødelægge den tilsigtede værdifasthed for den sparer, som bliver nødt til at realisere inden kontraktperiodens udløb. Hvis reguleringen ikke kan bringe hovedstolen ned under det oprindelige beløb, er den oprindelige køber derimod sikret mod at blive stillet ugunstigere med hensyn til hovedstolen ved salg før indfrielsestidspunktet.

5. Såfremt der etableres langfristede, ikke-omsættelige opsparingskontrakter, må tidspunktet for tilbagebetalingen være ufravigelig fra begge sider, bortset fra særlige tilfælde, som kan angives ved objektive kriterier såsom dødsfald eller invaliditet. En værdifast opsparingsordning kan ikke fungere, hvis spareren ved opståede prisfaldsforventninger kan frigøre kapitalen. Ordningen ville også være af ringe værdi for spareren, hvis debitor frit kunne opsiges, hvis der viste sig tegn til prisstigning. I hvert

fald ville spareren næppe gå med til et nedslag i renten, der er større, end hvad der svarer til hans prisstigningsforventninger for den periode, der er hjemlet ham uopsigelighed. Ifølge gældende lov kan debitor dog ikke påtage sig længere uopsigelighed end 10 år for kredit- og hypotekforeningsobligationer. For lån iøvrigt med 1ste prioritets panteret i fast ejendom kan der også kun indrømmes 10 års uopsigelighed, og for efterfølgende prioriteter er grænsen 5 år. Denne bestemmelse er begrundet med hensynet til debitor, som skal have mulighed for at frigøre sig for tyngende gældsforpligtelser.

Bundne opsparingskontrakter giver således spareren ringere mulighed for at frigøre kapitalen end markeds-gængse obligationer. Alen i de tilfælde, hvor der åbnes adgang til frigørelse, kan man til gengæld give spareren større sikkerhed for, at han opnar den tilsi gtede værdifast hed.

(i. Er der oprettet værdifaste spare- eller forsikringskontrakter, må der være sikkerhed for en vækst i mængden af værdifaste forskrivninger, som mindst svarer til væksten i kapitalen og til en kurs, som ikke påvirkes af prisforventningerne. Eller også må der gives institutionen en garanti med hensyn til de betalingsforpligtelser, den måtte pådrage sig udover, hvad den kunne få dækket ved at eje ikke-indeksregulerede obligationer. Den førstnævnte mulighed kan rejse særlige problemer, hvis der kommer perioder, hvor staten ikke er låntager. Emission af indeksregulerede obligationer *til markedet* kan derimod altid standses.

7. De kurssvingninger for de indeksregulerede markedspapirer, som er omtalt ovenfor under 3, må ventes at indvirke på det øvrige kapitalmarked. Afsvækkes prisstigningsforventningerne, eller indtrøder der prisfaldsforventninger, vil der som nævnt komme en tendens til kursfald for indeksregulerede obligationer, og det kan bl. a. give sig udtryk i en forskydning i efterspørgslen over mod de ikke-regulerede papirer. Sådanne tendenser findes vel i forvejen gennem konkurrencen mellem aktier og obligationer, men da indeksbundne obligationer nok i højere grad vil have kunder fælles med andre obligationer, end aktier har, må tendensen ventes forstærket. Der

kan således opstå en vis uro på kapitalmarkedet, når obligationskurserne ikke alene påvirkes af likviditetssituationen, men også på en niere direkte måde af prisforventningerne.

8. Selvom man begrænser anvendelsen af indeksreguleringen til specielle bundne opsparingsformer, baseret på ikke-markeds-gængse obligationer, vil det øve en vis indflydelse på kapitalmarkedet, idet spareinstitutterne derved vil blive bundet til at holde en del af deres midler i indeksregulerede obligationer.

De svingninger, der fremkommer i udbudet af private indeksregulerede fordringer, må neutraliseres af modgående ændringer i statens udbud på en måde, så kurserne ikke påvirkes af prisforventningerne. Denne binding af institutionernes midler kan derfor medføre, at vilkårene på markedet for indeksregulerede lån gennem lange perioder kan afvige fra vilkårene på markedet iøvrigt, både således at staten kan opnå en favørstilling og således, at staten må betale dyrere for de indeksbundne lån.

Kapitel VII.

Langfristede værdifaste sparekontrakter.

1. I dette kapitel overvejes, i hvilket omfang obligationer med indeksklausul kan tjene som grundlag for værdifaste forsikringer og andre opsparingskontrakter af de typer, som normalt er meget langfristede og netop har til formål at sikre en vis levestandard efter forløbet af en årrække. Disse kontrakter rejser en række problemer derved, at kontrakten mellem spareren og institutionen af grunde, som belyses i det følgende, må være af et andet indhold end kontrakten mellem institutionen og de endelige debitorer.

2. Det er ifølge sagens natur umuligt generelt at forsikre mod prisstigninger, da disses styrke og hyppighed ikke kan beregnes som en sandsynlighed på samme måde som f. eks. dødeligheden. Hermed bortfalder nemlig muligheden for at beregne en risikopræmie. Private institutioner kan derfor kun yde en værdifasthedsgaranti for deres sparekontrakter i det omfang, de enten selv kan anbringe deres midler værdifast eller kan få garanti for, at eventuelle reguleringsbeløb dækkes af staten.

3. Hvis en værdifast sparekontrakt skal dækkes med indeksregulerede obligationer, må institutionen have garanti for, at den i fremtiden kan erhverve indeksregulerede obligationer, svarende til ændringerne i dens forpligtelser, og at disse obligationer kan købes og afhændes til en kurs, der ikke påvirkes af ændringer i prisforventningerne. En sådan garanti kan næppe opnås på det private kapitalmarked, men kun ved, at staten binder sig til at forsyne selskaberne med obligationer efter disses behov og at regulere kursudviklingen. Går staten ind på en sådan ordning, kan en begrænsning af statens risiko ikke opnås ved på forhånd at begrænse obligationsudstedelsen til bestemte

beløb, men f. eks. ved begrænsninger i adgangen til at tegne værdifaste sparekontrakter.

Den samme mulighed for værdifasthed kunne opnås, hvis institutionerne placerede deres midler i almindelige obligationer, og staten garanterede dækning ved regulering opad mod at overtage en eventuel gevinst ved regulering nedad. Denne organisationsform ville antagelig være den simpleste, og staten kunne rent teknisk lettere påtage sig en sådan garanti end en garanti for fortsat obligationsudstedelse. Med samme reguleringsgrundlag i forhold til sparerne eller de forsikrede ville statens risiko blive den samme, idet der i begge tilfælde kunne blive tale om et statstilskud til dækning af reguleringen.

Forsikringsselskabernes repræsentant i udvalget har udtalt, at det må anses for overvejende sandsynligt, at livsforsikrings-selskaberne vil vægre sig ved at gå ind i et forsikringssystem, der bygger på et reelt tilskud fra staten. Forsikringsselskabernes opfattelse er, at i en periode med stigende priser vil en statsgaranti af forsikrings værdifasthed ganske forflygtige det egentlige forsikringsmoment. Dette gælder specielt, hvis livsforsikring og muligvis bundne sparekontrakter i banker og sparekasser bliver den eneste eller de eneste opsparingsformer, der nyder godt af statsgarantien, idet dette vil trække anden opsparing over i livsforsikring, uden at de pågældende under andre omstændigheder ville være interesseret i livsforsikringstegning. Man mener endvidere, at det vil være vanskeligt at opretholde en favørstilling på dette område for nærmere bestemte livsforsikringskontrakter (og muligvis visse sparekontrakter), idet dette ville føles som en uretfærdighed overfor andre spareformer. Selskabernes betænkelighed ville blive mindre, hvis stats-

garantien for værdifasthed ikke blot omfattede visse livsforsikringskontrakter, men alle former for opsparing, men noget sådant anses for uigennemførligt i praksis.

Statsgarantien vil efter livsforsikrings-selskabernes opfattelse være ensbetydende med en gratis tillæggsforsikring, der i visse perioder ganske vil overskygge betydningen af den egentlige livsforsikring og det dermed forbundne forsørgelsesformål, og det vil let bringe livsforsikringsakkvisitionen ind i et usundt spor. Dette vil måske delvis også gælde et system med værdifaste statsobligationer som grundlag for livsforsikrings-selskabernes pengeanbringelse, men med dette system vil man dog bevare livsforsikringens tekniske opbygning som en helhed.

Som følge af disse betragtninger vil livsforsikrings-selskaberne næppe anse en statsgaranti for værdifasthed af livsforsikringskontrakter som formålstjenlig. De anførte synspunkter er i princippet tiltrådt af sparekassernes og bankernes repræsentanter i udvalget.

4. Skal en værdifast opsparings- eller forsikringsordning vinde nogen udbredelse, må betingelserne være så enkle, at de kan overskues af sparere. Det må bl. a. klart kunne angives, hvad spareren modtager ved alternative prisniveauer på det tidspunkt, da kontrakten udløber. Skal der ydes en nogenlunde fyldestgørende dækning for prisstigninger ved kontrakter oprettet af private institutioner med dækning i værdifaste obligationer, må både obligationernes rente og hovedstol reguleres efter indeks, og ligeledes må forsikringspræmien eller det årlige opsparingsbeløb reguleres efter indeks. I alle andre tilfælde kan institutionerne ikke give løfte om nogen bestemt pristalsregulering, men må lade den komme den forsikrede til gode i form af bonus.

Dette beror på, at kontrakter af de heromhandlede typer finansieres ved regelmæssige indbetalinger over en lang årrække. Medens institutionens forpligtelse alene, afhænger af indeks på sluttidspunktet, beror dens evne til at indfri forpligtelserne på hele rækken af indbetalinger og rentetilskrivninger i hele forsikringsperioden og påvirkes således af forløbet af den prisstigning, der er sket i perioden. Institutionen får kun dækning for prisstigningerne fra det tids-

punkt, præmien indbetales, og spareren må derfor selv gennem en indeksregulering af det årlige sparebeløb dække prisstigningerne indtil indbetalingen.

Hvis pristalsreguleringen dækkes ved direkte statstilskud, står man frit med hensyn til, hvilken garanti man vil give, men med de deraf følgende konsekvenser for statens udgifter.

Det skal dog understreges, at en kontrakt, hvor indbetalingen reguleres, giver den fordel, at den sikrer, at sparerne får hverken mere eller mindre end fuld dækning for prisstigningen fra indbetalingstidspunktet til udbetalingen til spareren. Opgiver man regulering af indbetalingerne, kan spareren nok sikres fuld dækning fra tegningsdag til udbetalingsdag, men det vil i en prisstigningsperiode betyde mere end fuld dækning fra indbetaling til udbetaling.

Disse forhold er nærmere belyst ved de i bilag V gengivne regneeksempler. Der er herved for enkelthedens skyld benyttet en opsparingskontrakt uden hensyntagen til dødsrisikoen, men de anførte betragtninger har også gyldighed for egentlige forsikringskontrakter.

5. Det er sandsynligt, at man kan basere en værdifast opsparingsordning på noget lavere rente end den, normale spare- og forsikringskontrakter er baseret på, jfr. bilag I. Selv med et rentenedslag på de værdifaste kontrakter må man dog regne med en betydelig risiko for, at debitor (staten) får væsentlig større omkostninger end dem, der er forbundet med en normal forrentning af ikke indeksregulerede værdipapirer.

F. eks. ville en sparekontrakt oprettet 1916 med udløb i 1953 og med årlig præmieindbetaling på 100 kr. reguleret efter prisindeks have givet spareren 18 600 kr. i udbetaling, hvis kontrakten var baseret på 3 pct.s rente. Heraf ville de 5 600 kr. være meromkostninger for staten i forhold til, hvad det havde kostet ved 4 pot. i rente på de indbetalte beløb.

Der er naturligvis en chance for, at statens tab ved forsikringen bliver mindre, men der er også en risiko for, at tabet kan blive større. Løvrigt kan statens risiko naturligvis først vurderes i fuldt omfang, når man

kender mængden af kontrakter med indeks-klausul.

6. Statens risiko kan eventuelt begrænses ved, at der lægges loft over reguleringen. Hvis dette loft ligger væsentligt over, hvad der almindeligt forventes i kontraktperioden, vil det næppe øge sparerens krav til den effektive rente, som benyttes i kontrakten. Men hvis loftet *lægges* i nærheden af eller under den prisstigning, der ventes i kontraktperioden, vil sparerne sandsynligvis kræve, at kontrakten baseres på en højere rentefod, end hvis der ikke er noget loft. Drejer det sig om meget lange kontrakter, hvor renten spiller en stor rolle, er det ikke givet, at det på langt sigt vil mindske statens udgifter at lægge loft over reguleringen, dersom dette medfører, at der må arbejdes med en højere rentesats.

7. En sikker begrænsning af statens sam- j

lede risiko kan derfor kun opnås ved at begrænse antallet af spare- eller forsikringskontrakter eller disses størrelse. Det kunne gøres ved at åbne almindelig adgang til tegning og lukke igen, når et vist beløb var tegnet. Dette ville dog overfor sparerne som helhed virke vilkårligt. Man kunne også begrænse ordningen til visse opsparings typer og/eller visse persongrupper som tegningsberettigede. Man kunne også sætte en overgrænse for de enkelte opsparings- eller forsikringsbeløb. En sådan begrænset ordning kunne få den betydning, at den åbnede mulighed for frivilligt at tegne en mindre, værdifast tillægspension til aldersrenten eller til en eventuel folkepension.

Det bemærkes dog, at begrænsninger i udstedelsen af indeksregulerede lån på basis af persongrupper eller i form af maksimumsbeløb for de tegningsberettigede vil kunne medføre betydelige administrationsomkost-

Kapitel VIII.

De almene økonomiske virkninger af indeksregulerede opsparingskontrakter.

1. De virkninger, som indførelsen af indeksregulerede kontrakter vil få på den økonomiske udvikling, vil i høj grad afhænge af, i hvilket omfang og på hvilke områder sådanne papirer vinder indpas på markedet. I det følgende vil det ligesom i de tidligere afsnit, blive forudsat, at tilslutningen til indeksregulerede kontrakter er frivillig, medens der ikke er taget stilling til, om sådanne kontrakter kommer til at fremtræde alene som bundne kontrakter, eller der bliver tale om indeksregulerede markedspapirer.

2. Etableringen af værdifaste kontrakter og rentevilkårene for disse vil antageligt blive meget svingende. Det kan muligvis blive vanskeligt at få etableret private indeksregulerede kontrakter i udprægede prisstigningsperioder. Hvis debitor venter stærkere prisstigninger end svarende til lånerenten, vil han ikke ved nogen positiv rente kunne stå sig ved at indgå indeksregulerede kontrakter, når han samtidig har mulighed for at låne penge på normale vilkår, medmindre indeksreguleringen er begrænset meget stærkt. Omvendt vil sparere næppe gå med til indeksregulerede kontrakter i perioder med kraftige prisfald, medmindre de får en ekstra høj rente, eller medmindre reguleringen i nedadgående retning er stærkt begrænset. Der vil således først og fremmest være mulighed for at afslutte private indeksregulerede kontrakter i perioder med forholdsvis svage prisstignings- eller prisfaldstendenser og selv i sådanne perioder kan udbudet og rentevilkårene svinge stærkt med ændringer i forventningerne på markedet. I perioder med meget kraftige prisstigningstendenser vil der således muligvis kun blive afsluttet indeksregulerede kontrakter med staten som

debitor, og kun under forudsætning af, at staten er villig til at påtage sig en meget betydelig risiko for at komme til at betale væsentligt mere i ydelse end for en normal kontrakt.

3. I en periode, hvor man første gang indfører indeksregulerede kontrakter, er der en mulighed for, at spareren får for gunstige betingelser, således at der kan ske en overflytning fra bestående sparekonti eller obligationer. Risikoen herfor er vel begrænset, såfremt der udelukkende skal afsluttes kontrakter med private debitorer, eller såfremt man lader sådanne kontrakter danne indledningen og først følger dem op med indeksregulerede statspapirer, når man har fået konstateret, på hvilke vilkår sådanne kan afsættes på markedet. Selvom man undgår en sådan overflytning i begyndelsen, risikerer man imidlertid, at den vil fremkomme på et senere tidspunkt.

Hvis der indtræder så kraftige prisstigninger, at de private debitorer nægter at afslutte indeksregulerede kontrakter, medens staten for netop i denne situation at stimulere opsparingen fortsætter udbudet, kan man ligeledes risikere, at man udover en eventuel opsparingsforøgelse får en tendens til overflytning fra det normale kapitalmarked. Hvis der senere atter indtræder prisfaldsforventninger, kan der fremkomme en modsat rettet tendens, som sandsynligvis vil slå igennem, hvis de indeksregulerede papirer er markedsgængse, men som kun vil blive af ringe betydning, hvis der er tale om bundne opsparingskontrakter.

4. Når virkningen på opsparingen og dermed på efterspørgslen for forbrugsvarer skal bedømmes, må der sondres mellem de virkninger på nyopsparingen, der fremkommer

ved, at der er mulighed for at tegne nye kontrakter med indeksregulering, og de virkninger, der fremkommer som følge af reguleringen på grundlag af tidligere indgåede værdifaste kontrakter.

Som omtalt i kapitel II kan adgangen til løbende at indgå indeksregulerede kontrakter måske skabe en forøgelse i opsparingen. Selvom denne virkning måske afsvækkes noget på langt sigt, kan adgangen til at afslutte indeksregulerede kontrakter dog påvirke de tidspunkter, på hvilke opsparingen finder sted. Det antages almindeligt, at opsparingen i pengeform bliver relativt mindre i prisstigningsperioder, og til gengæld stiger i prisfaldsperioder, hvor man slider på de varer, hvis indkøb man har fremskyndet under prisstigningen. I det omfang en sådan tendens gør sig gældende, kan mulighederne for at købe værdifaste kontrakter trække i retning af en udjævning gennem tiden af opsparingen, således at en relativt større del af opsparingen foregår i prisstigningsperioderne.

Virkningen i denne retning bør dog næppe overvurderes. For det første stiger alle priser ikke i samme takt i en prisstigningsperiode, og en hamstringsbølge efter bestemte varer med særlig stærk prisopgang vil næppe blive dæmpet ved adgangen til værdifast opsparing. Således ville f. eks. muligheden for at tegne værdifaste kontrakter under Korea-krisen næppe have hindret stigningen i efterspørgslen efter tekstilvarer. For det andet må man som nævnt ovenfor vente, at i hvert fald mulighederne for at oprette private kontrakter vil være meget små i kraftige prisstigningsperioder, hvor en stimulering af opsparingen netop er mest påkrævet. Den her beskrevne virkning vil derfor sandsynligvis kun fremkomme, hvis staten i sådanne perioder er villig til at påtage sig en betydelig risiko.

5. Efterhånden som indeksreguleringen har været i kraft gennem nogen tid, vil der på de allerede indgåede opsparingskontrakter ske en regulering, som vil ændre indkomstfordelingen i forhold til den indkomstfordeling, der vil blive resultatet af normale opsparingskontrakter. Selvom det antagelig vil være muligt at tegne værdifaste kontrakter til en lidt lavere rente end normale kontrakter, vil der efter en kraftig prisstigning

ning være en tendens til, at ydelserne på de indeksregulerede kontrakter vil være højere end på normale kontrakter. Hvor meget dette vil betyde for forbruget, er vanskeligt at sige.

Er der hovedsagelig tale om statsobligationer, og finansieres renteudbetalingen og indeksreguleringen ad skattevejen, vil udbetalingen af indekstillaeggene føre til en forbrugsforøgelse, hvis kreditorerne forbruger en større del af reguleringsbeløbene end det beløb, borgerne iøvrigt nedsætter deres forbrug med som følge af den øgede skatteudskrivning. Om det bliver tilfældet, afhænger bl. a. af, hvilke indtægtsgrupper der rammes af skatteforhøjelsen. Hvis der er tale om private debitorer, er det vanskeligt at forudse, hvorledes debitorernes forbrug påvirkes af, at de skal betale højere ydelser.

Medens de første virkninger af indførelsen af indeksregulering af lånekontrakter således måske vil blive en tendens til øget opsparing, er det vanskeligt at sige noget eentydigt om virkningerne på længere sigt.

Det må antages, at de direkte positive virkninger på opsparingen vil blive større, i jo højere grad staten er villig til at påtage sig en risiko i forbindelse med ordningens gennemførelse, men i samme omfang øges også kravene til skatteudskrivningen i fremtiden.

6. Adgangen til at tegne værdifaste opsparingskontrakter *med private debitorer kan tænkes at påvirke investeringen* ad to veje, nemlig dels ved at ændre grundlaget for rentabilitetsberegningerne og dels ved at påvirke mulighederne for egenfinansiering af investeringerne.

Da det er forudsat, at debitorerne frit kan afgøre, om de vil tegne værdifaste kontrakter eller normale lånekontrakter, kan adgangen til at få oprettet indeksregulerede kontrakter næppe påvirke investeringerne meget via rentabilitetsberegningerne. I en prisstigningsperiode er der et stærkt incitament til at gennemføre investeringer, fordi de stigende priser i forbindelse med de faste ydelser på normale lånekontrakter frembyder gode muligheder for at opnå en høj forrentning af den investerede egenkapital. Dette forhold ville ændres, hvis der blev indført tvungen indeksregulering for alle lånekontrakter, men når indeksregulering

er frivillig, og når der fortsat findes et betydeligt marked for optagelse af normale lån, er det usandsynligt, at adgangen til at tegne indeksregulerede lån skulle mindske investeringstilbøjeligheden i en opgangsperiode. Det kan snarere tænkes, at denne adgang måske i et vist omfang kunne stimulere investeringerne eller fremkalde en ændring i investeringernes sammensætning. Der kan tænkes erhverv, som foretrækker forpligtelser, der svinger med prisudviklingen, frem for en høj fast rente- og afdragsbyrde. Det må dog antages, at den påvirkning, der herved sker i investeringernes størrelse og sammensætning, bliver meget svag.

Har der gennem længere tid været tilvejebragt et marked for afsætning af værdi-

faste lånekontrakter, og har en del private debitorer benyttet sig af dette marked, vil der som nævnt ovenfor for disse kontrakter fremkomme en forskydning i ydelserne i forhold til, hvad der er gældende for normale lånekontrakter, hvis der kommer kraftige prisstigninger. Det vil antagelig betyde, at de virksomheder, som har tegnet værdifaste lånekontrakter, efter en periode med kraftige prisstigninger vil se deres evne til egenfinansiering formindsket sammenlignet med virksomheder med traditionelle kontrakter. Til gengæld vil evnen til egenfinansiering blive forøget efter et prisfald, for så vidt der sker regulering af lånekontrakterne også i nedadgående retning.

København, den 9. december 1955.

Kaj Christensen.

M. Friis-Skotte.

Johs. Green.

S. Hartogsohn.

Jørgen Pedersen.

Kjeld Philip.

Erik Ib Schmidt.

J. Toftegaard.

Formand.

H. Uldall-Hansen.

E. Wittrup.

H. Schlebaum Larsen.

Særudtalelse af Professor Jørgen Pedersen.

Professor Jørgen Pedersen har ønsket at gøre følgende tilføjelse til betænkningen:

Idet jeg iøvrigt i hovedsagen kan tiltræde den forudgående redegørelse, ønsker jeg at udtale følgende:

Ved indgåelse af en almindelig ikke-indeksreguleret (herefter kaldet ureguleret) gældskontrakt hersker der for kontraktens parter usikkerhed med hensyn til, hvad de går ind til. De kender ikke den fremtidige udvikling af pengeværdien, og de ved derfor ikke, hvad en given rentefod på kapitalmarkedet *reelt* betyder. Er denne rentefod f. eks. 5 pct. p. a., og synker pengeværdien med 4 pct. p. a., er den *reelle* rente kun ca. 1 pct., mens ca. 4 pct. er kompensation for pengeværdiforringelsen. Stiger derimod pengeværdien f. eks. med 4 pct., er de 1,05 kr., som en krone med 5 pct. rente bliver til efter et års forløb, værd ca. 1,09 kr., således at den reelle rente altså er ca. 9 pct., idet 5 pct. er den stipulerede rente og 4 pct. stigning i kapitalens realværdi.

Denne usikkerhed må nødvendigvis påvirke parternes dispositioner. Et risikomoment, der ikke findes under en fast pengeværdi, er lagt til den øvrige risiko, som den erhvervsdrivende låntager under alle omstændigheder må løbe. Med given rentefod vil dette virke hæmmende på foretagsomheden; thi oven på renten skal lægges en præmie for denne yderligere risiko.

Lad os som eksempel tænke på en investering, som med de herskende prisforhold antages — efter at der er taget hensyn til anden risiko — at kunne yde en afkastning på 4 pct., mens markedsrenten for uregulerede kontrakter er 6 pct., idet der i samfundet hersker overvejende tro på fald i penge værdien og fortjeneste herpå. Den forsigtige mand, der ikke tør basere sine handlinger på spekulation i pengeværdien, vil holde sig tilbage. Er der nu mulighed for indeksreguleret finansiering til 4 pct. eller

derunder, vil han foretage investeringen. Hvis indekset stiger f. eks. med 4 pct. i perioden, skal hans ydelser ganske vist opskrives med 4 pct., men på grund af indekssstigningen er hans nettoindtægt tilsvarende højere. Da renten for uregulerede kontrakter i vort eksempel var 6 pct., ville han ganske vist have været bedre tjent med en sådan; men da han ikke havde nogen sikkerhed for indekssstigningen, løb han derved en risiko, som han foretrak at undgå ved indeksreguleret finansiering.

Også den anden part i kontraktforholdet, sparereren — långiveren kan opnå en større sikkerhed ved indeksreguleret anbringelse. Han ved, at når han f. eks. køber en indeksreguleret obligation til en øjeblikkelig effektiv rente på 4 pct., bliver dette også den reelle effektive rente; thi hvis indekset stiger, får han kompensation i forhøjede ydelser fra debitor, og hvis det falder, må han give kompensation i nedsættelse af de ydelser, han modtager.

For anbringelser af kassemidler i banker eller sparekasser eller helt kortfristet opsparing spiller pengeværdiens stabilitet ingen rolle for den pågældendes dispositioner. Drejer det sig derimod om opsparing på langt sigt f. eks. til aldersforsørgelse, kan det meget vel tænkes, at en person afholder sig fra opsparing, fordi han nærer stærk frygt for pengeværdiforringelse. Hvis han har anledning til indeksreguleret anbringelse, må han vel lade sig nøje med en øjeblikkelig effektiv rente, som ligger noget under den, som gælder for uregulerede kontrakter; men han ved, hvad han indlader sig på og kan afgøre, om og hvor meget han på disse betingelser vil opspare.

Vi ser altså, at en indførelse på markedet af indeksregulerede gældskontrakter gør det muligt for parterne at disponere på et sikrere grundlag, hvilket fra alle synspunkter må anses for at være et gode. Der synes

således at være anledning til at fjerne sådanne hindringer for indgåelse af denne slags kontrakter, som måtte findes i lovgivningen.

Der er imidlertid to forudsætninger, som må være til stede, for at den slags kontrakter kan få væsentlig praktisk betydning:

1) Det må være muligt at konstruere et indeks, der med rimelig tilnærmelse registrerer de prisændringer, som hidrører fra ændring i pengeværdien i modsætning til sådanne prisændringer, som beror på ændringer i høstudbytte, bytteforhold over for udlandet, skiftende konjunkturforskel for enkelte erhvervsgræne, ændringer i det tekniske grundlag og lignende ikke-monetære årsager.

Et indeks bygget på et repræsentativt udsnit af den arbejds løn, der gælder på det frie arbejdsmarked, vil med rimelig tilnærmelse kunne opfylde denne forudsætning.

2) Bortset fra kontrol med monopolprisdannelse må der herske tillid til, at det offentlige ikke gennem fastsættelse af maksimalpriser, huslejeregulering og lignende indgreb hindrer ændringer i de monetære

forhold, d. v. s. ændringer i pengelønnen, i at sætte sig igennem i prisdannelsen.

Hvorvidt denne betingelse kan opfyldes er et politisk spørgsmål, som ikke her skal drøftes.

Det er imidlertid klart, at hvis betingelse 2) ikke er opfyldt, vil den, der i erhvervsøjemed har et finansieringsbehov, kun i sjældne tilfælde turde forpligte sig til indeksregulering af sine ydelser; thi han ved ikke, om en maksimalpris eller andet statsindgreb forhindrer afkastningen af investeringen i at bevæge sig som indekset. Spekulationsmomentet fjernes således ikke.

Fra at være en spekulation i pengeværdiændringer bliver det ændret til spekulation i statsindgreb.

Dette hindrer ikke, at debitorer kan have interesse i udstedelse af indeksregulerede obligationer, men han må da kræve en sådan reduktion af renten i forhold til uregulerede obligationer, at de kun i ringe omfang vil være acceptable for debitor.

Hvis betingelse nr. 2 ikke kan opfyldes, vil der derfor næppe komme indeksreguleret materiale frem i nævneværdigt omfang.

Under hvilke former kan man etablere indeksregulerede kontrakter?

1. Værdifastlød i lånekontrakter kan tilvejebringes ved, at der indføres en bestemmelse om, at ydelserne på lånet tilbagebetales efter et eller andet indeks, som parterne kan enes om som udtryk for værdifasthed. I betænkningens kapitel V er nærmere drøftet, hvilke indeks der vil være egnede til dette formål. Den rente, der skal ydes, kan fastsættes som en fast procent for hele lånets løbetid, eller den kan bestemmes i forhold til den til enhver tid værende rente på en gængs låneform, f. eks. 1 eller 2 procent lavere end renten for indskud på tre måneders opsigelse i visse banker eller sparekasser. Lånevilkårene kan iøvrigt stort set aftales på normal måde.

Hvis lånene skal opfylde deres formål i retning af at stimulere opsparingen, må de antageligt være uopsigelige fra debitors side, i hvert fald gennem en ikke alt for kort periode. Efter gældende lov kan debitor ikke påtage sig længere uopsigelighed end 10 år for kredit- og hypotekforeningsobligationslån samt for andre lån, sikret ved første prioritetspanteret i fast ejendom og 5 år for andre lån i fast ejendom. Spareren vil føle, at hans garanti mod prisstigninger er meget ringe, hvis debitor kan opsiges lånet til indfrielse, hver gang priserne tenderer mod at stige. Det vil også gøre det lettere for parterne at finde hinanden, hvis lånet får en vis uopsigelighed fra kreditors side. Debtors risiko forøges nemlig stærkt, hvis kreditor har mulighed for at opsiges lånet efter en midlertidig kraftig prisstigning.

2. Debtors interesse i at begrænse sin risiko kan eventuelt imødekommes ved, at der indføres begrænsninger i indeksreguleringen. Reguleringen kan f. eks. begrænses til kun at omfatte renten eller hovedstolen alene. Eller der kan lægges loft over reguleringen, indføres et „dødt interval“, eller det kan endelig bestemmes, at der i. eks.

kun gives halv regulering for stigning i indeks.

Debitor må i almindelighed betale for sådanne begrænsninger med en højere rente, men det kan ikke udelukkes, at han i visse tilfælde vil vige tilbage for at påtage sig ekstreme risici, og at en begrænsning af risikoen i sådanne tilfælde kan lette afslutningen af indeksregulerede kontrakter. På den anden side ligger kreditors interesse i de indeksregulerede kontrakter — som det vil blive påvist nedenfor — især i den eventuelle garanti, de kan yde ham over for uventet stærke prisstigninger.

I det følgende skal disse begrænsninger og deres betydning for parternes vurdering af kontrakten drøftes nærmere, idet man i første omgang alene gennemgår de forskellige tekniske muligheder.

3. a. *Regulering af renten alene.*

Eventuelle afdrag på lånet beregnes på normal måde, medens renten beregnes med en indeksreguleret procent af den til enhver tid værende restgæld. Fuld kompensation vil således betyde, at renten for et 5 pct.s lån efter 10 pct.s stigning i indeks beregnes med 5,5 pct. af restgælden, efter 50 pct.s prisstigning med 7,5 pct. etc.

Denne reguleringsmåde frerabyder ikke større reguleringsproblemer for *faste lån*, *uamortisable lån* eller lån med *faste årlige afdrag*. For *annuitetslån* må fremgangsmåden antageligt blive, at den årlige ydelse varierer med indeksændringerne i rentebeløbet, således at lånet afdrages i samme tempo som normalt. Fastholdelse af den årlige ydelse kunne under en prisstigning eventuelt medføre, at renten oversteg ydelsen med det resultat, at restgælden ville vokse i stedet for at blive nedbragt.

b. *Regulering af hovedstolen alene.*

Afdragene på lånet reguleres efter indeks, medens renten beregnes som en fast procent

af restgælden, sådan som denne ville have været for et normalt lån. Indholdet heraf kan illustreres ved en gennemgang af de mest typiske låneformer:

For *uamortisable papirer* har denne reguleringsform ingen interesse.

For *faste lån* beregnes den årlige rente som en fast procent af lånets oprindelige hovedstol. Efter lånets udløb tilbagebetales hovedstolen, forhøjet efter indeksstigningen. Denne reguleringsform er eentydig, hvis renten udbetales løbende. Hvis renten tilskrives kapitalen, kan der eventuelt blive tale om en regulering *fra* tilskrivningstidspunktet, men det kan også aftales, at de tilskrevne renter ikke reguleres. Ved lån med *faste årlige afdrag* kunne fremgangsmåden f. eks. blive følgende: for et 30-årigt lån betales afdrag hvert år med en tredivedel af hovedstolen, reguleret efter pristal. Renten beregnes det første år som en fast procent af den oprindelige hovedstol, året efter som en fast procent af $\frac{29}{30}$ af den oprindelige hovedstol etc. Restgælden er efter et år $\frac{29}{30}$ af hovedstolen reguleret efter indeks etc.

For *annuitetslån* må man lade den årlige ydelse variere, eftersom afdragene reguleres med indeks. I praksis må det ske på den måde, at man for hele lånets løbetid beregner de årlige afdrag og den årlige renteydelse som for et normalt lån. Ydelsen i de enkelte år bliver da den for det pågældende år beregnede normale rente \pm det normale afdrag forhøjet (nedsat) under hensyn til stigning (nedgang) i indeks.

c. Regulering af både rente og hovedstol.

Samtlige afdrag på lånet samt restgælden reguleres efter indeks. Renten erlægges med en fast procent af den regulerede restgæld. For alle lånetyper opnås dette ved' at regulere ydelserne i de enkelte år efter indeks for det pågældende år.

1. Det vil i praksis være nødvendigt at holde sig til sådanne låneformer, hvor beregningen bliver forholdsvis overskuelig. Det er den for alle lånetyper, hvor både rente og hovedstol reguleres. Hvis alene renten skal reguleres, vil i hvert fald annuitetslån medføre meget indviklede beregninger. Regulering af hovedstolen alene giver forholdsvis simple beregninger ved faste lån, hvis man undlader regulering af tilskrevne renter,

medens lån med faste årlige afdrag og annuitetslån fører til mere omfattende beregninger.

I det omfang, frygten for prisstigninger virker bremsende på sparelysten, er det vel først og fremmest en reduktion af kapitalværdien, der frygtes, og man kunne måske ud fra den betragtning nøjes med regulering af hovedstolen. Som det nærmere fremgår af kapitel VII, må der imidlertid foretages regulering af både rente og hovedstol, hvis eventuelle indeksregulerede værdipapirer skal danne grundlag for indeksregulerede sparekontrakter.

5. Oprettelse af værdifaste sparekontrakter indebærer, at en del af den prisstigningsrisiko, som hidtil har påhvilet spareren alene, overføres til debitor. Hvis oprettelsen af sådanne værdifaste kontrakter skal ske i en periode med fremherskende prisstigningsforventninger, må man regne med, at sparerne til gengæld må give afkald på en del af den rente, de kan opnå for normale kontrakter.

Dette indebærer, at sparerne ikke kan vente at få tilsvarende ydelser som hidtil, blot reguleret efter et eller andet indeks, som sikrer opsparingens realværdi. De må da affinde sig med, at de ved uændrede priser og ved moderate prisstigninger vil få mindre tilbagebetalingsbeløb eller pensioner end ved et normalt lån mod til gengæld at få chancen for større ydelser, hvis der indtræder store prisstigninger.

Der kan under disse omstændigheder ventes betydelige udsving i udbudet af værdifaste kontrakter oprettet på frivillig basis.

Der kan således tænkes tilfælde, hvor alle parter venter en så kraftig prisstigning i løbet af låneperioden, at den årlige procentvise stigning er større end den gældende rentesats. Under disse omstændigheder måtte debitor regne med at komme til at betale mere end for et normalt lån, selv om renten på det værdifaste lån blev nedsat til nul. For markedsgængse obligationer kan kursen tilpasse sig, så den effektive rente bliver negativ, hvis der ikke sker regulering, men udbudet af andre indeksregulerede sparekontrakter, hvor det næppe er muligt at arbejde med en negativ rente, ville falde bort i sådanne perioder, hvis det er muligt at få normale lån.

I en akut kreditstrammingsperiode, hvor det kan være vanskeligt at opnå lån selv mod betaling af gældende markedsrente, kan debitorerne dog føle sig tvunget til at gå med til værdifaste kontrakter, selv om de ikke føler, de får fuld kompensation for den øgede prisrisiko gennem nedsættelse af renten.

6. Selv om prisstigningsforventningerne ikke er så udprægede, kan der fremkomme kraftige svingninger i udbudet på markedet og i rentevilkårene for de indeksregulerede obligationer.

Den rentesats, kreditor vil forlange for et indeksreguleret lån, vil i høj grad bero på, hvorledes han venter, priserne vil udvikle sig. Denne sammenhæng skal i det følgende illustreres med udgangspunkt i et eksempel, nemlig at kreditor overvejer at tegne et fast tredivearigt lån på 1 000 kr., hvor renterne tilskrives.

Tegnes et normalt lån til 4 pct., vil han efter 30 års forløb få udbetalt 3 243 kr. Overvejer han at tegne et indekslån, og venter han prisstigning i låneperioden, kan han gå med til en noget lavere rente. Hvis priserne f. eks. stiger med 45 pct. i løbet af låneperioden, vil han opnå den samme slutsum ved en rente på indekslånet på 2,7 pct.; stiger priserne med 80 pct., vil han opnå de 3 243 kr., hvis renten er sat til 2 pct. Det må betyde, at kreditorer, som venter en prisstigning på 45 pct. eller derover, vil stå sig ved at vælge et indekslån, hvis renten på dette er over 2,7 pct., og at alle, som venter mere end 80 pct.s prisstigning — om de handler rationelt — vil vælge et indekslån, blot renten er over 2 pct.

Denne beregning er illustreret i figur 1, som viser, hvilken rente kreditor mindst må kræve ved alternative forventninger med hensyn til prisstigningen i løbet af låneperioden.

Figuren giver samtidig udtryk for, hvilken rente *debitor* højst kan tilbyde for et indekslån ved alternative forventninger med hensyn til prisudviklingen i løbet af låneperioden, idet man må gå ud fra, at debitor vil sikre sig, at han ikke — ved den prisudvikling, han anser for sandsynlig — kommer til at betale mere for indekslånet end for et normalt lån.

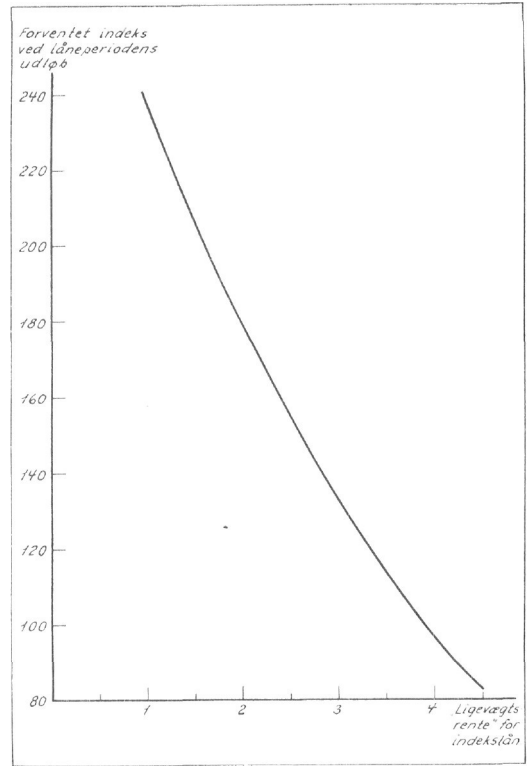


Fig. 1.

Kurven viser den laveste rente, en kreditor kan stå sig ved at gå med til og den højeste rente en debitor kan tilbyde for et værdifast tredivearigt fast lån med rentetilskrivning og fuld regulering af rente og hovedstol ved alternative forventninger med hensyn til prisudviklingen i låneperioden. Der er forudsat 4 pct.s rente for et normalt lån.

7. Man må regne med, at der er en betydelig spredning i publikums forventninger med hensyn til den fremtidige prisudvikling. Hvis f. eks. kreditorer repræsenterende $\frac{3}{4}$ af udlånskapitalen venter en prisstigning, som er stærkere end 45 pct., skulle teoretisk set $\frac{3}{4}$ af efterspørgslen efter fordringer rette sig mod indekslån, når renten på disse er 2,7 pct. eller derover, og renten iøvrigt 4 pct.; hvis $\frac{1}{3}$ af kreditorerne regner med en prisstigning på 80 pct. eller derover, vil denne trediedel efterspørge indekslån, blot renten på disse er mindst 2 pct. På et givet tidspunkt, hvor de forskellige kreditorer har hver deres forventninger om den fremtidige prisudvikling, vil der således være en hertil svarende efterspørgselsfunktion, der viser de beløb, der

ved forskellige rentesatser ønskes anbragt i værdifaste papirer. Denne funktion vil antageligt have en form noget i retning af kurven E—E i figur 2. På tilsvarende måde kan konstrueres en udbudskurve for indekslån, der har en form som angivet ved kurven U—U. Kurvernes form og deres beliggenhed er bestemt af forventningernes styrke og fordeling hos henholdsvis debitorer og kreditorer.

Under forudsætning af, at der findes et marked, hvor udbud og efterspørgsel mødes, vil skæringspunktet mellem E—E og U—U angive den andel af markedet (u), der vil beslås af værdifaste obligationer, og den rente (i), de vil give ved de forventninger, som ligger til grund for kurverne, når markedet har tilpasset sig til de herskende forventninger. Hvis debitorerne og kreditorerne havde nogenlunde ensartede prisforventninger, skulle kun ca. halvdelen af markedet blive værdifast. Såfremt debi-

torerne gennemsnitligt kalkulerer med stærkere prisstigninger end kreditorerne, måske dels fordi begge parter kalkulerer forsigtigt, måske dels fordi det især er de driftsherrer, som venter prisstigninger, der søger lån til investeringsformål, vil de indeksregulerede fordringers andel af markedet blive noget mindre end de normale fordringers.

Denne ligevægt vil imidlertid først blive nået, når markedet for værdifaste obligationer har været etableret gennem nogen tid, idet man ikke kan regne med, at eksisterende obligationer bliver konverteret til indekslån. I første omgang vil udbuddet af indekslån være ganske ubetydeligt og renten på dem vil blive meget lav. En stor del af de årlige emissioner vil derfor blive indekslån, og først efterhånden som markedets sammensætning herigennem ændres, nærmer man sig til den skitserede ligevægt, jfr. underbilaget.

Hvis der sker en forskydning i parternes forventninger, vil det ændre udbuds- og efterspørgselskurvens beliggenhed. Hvis både debitorer og kreditorer forventer kraftigere prisstigning, vil begge kurverne forskydes nedad som vist ved kurverne U_1-U_1 og E_1-E_1 . Virkningen heraf vil først og fremmest blive et fald i renten på de indeksregulerede obligationer, medens markedets sammensætning ikke ændres væsentligt. Men hvis de forventninger, parterne lægger til grund for deres overvejelser, ikke ændres lige stærkt, vil også udbudet af indeksregulerede fordringer ændres. Hvis således alene debitorernes prisstigningsforventninger øgedes, ville udbudet falde til u_1 , svarende til skæringspunktet mellem E—E og U_1-U_1 .

Figuren er her opfattet som udtryk for den ligevægt, som vil fremkomme på længere sigt. Hvis alle fordringer kunne konverteres — og faktisk blev det — ville den også kunne illustrere forholdene på kortere sigt. Men i almindelighed må man regne med, at markedets sammensætning kun ændres gennem nyudbudet og ved erstatning af forfaldne fordringer. Da man således ikke kan regne med, at udbudet øjeblikkeligt kan ændres til u_1 , men i første omgang forbliver u, må renten også holdes oppe på i. De indeksbundne fordringers andel af den årlige emission må derfor falde til u_2 , og først efterhånden nærmer man sig til ligevægts-situationen.

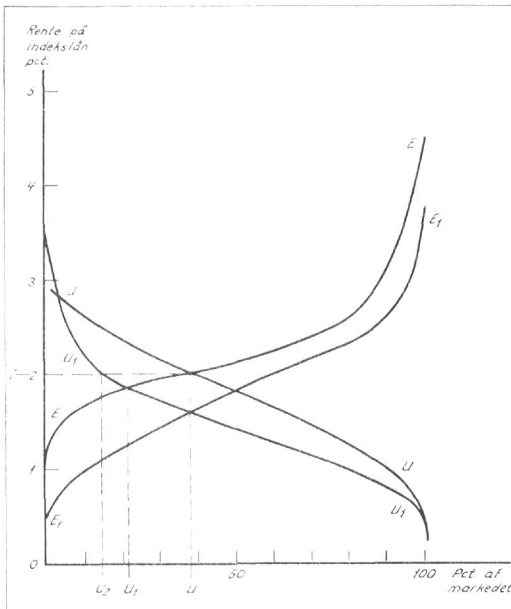


Fig. 2.

Kurverne E-E og E_1-E_1 illustrerer efterspørgslen (i pct. af den samlede efterspørgsel efter fordringer) efter indeksbundne fordringer med alternative rentesatser, medens U-U og U_1-U_1 illustrerer udbuddet af indeksregulerede fordringer. Kurverne U_1-U_1 og E_1-E_1 forudsætter kraftigere prisstigningsforventninger hos debitorerne, hhv. kreditorerne, end U-U og E-E.

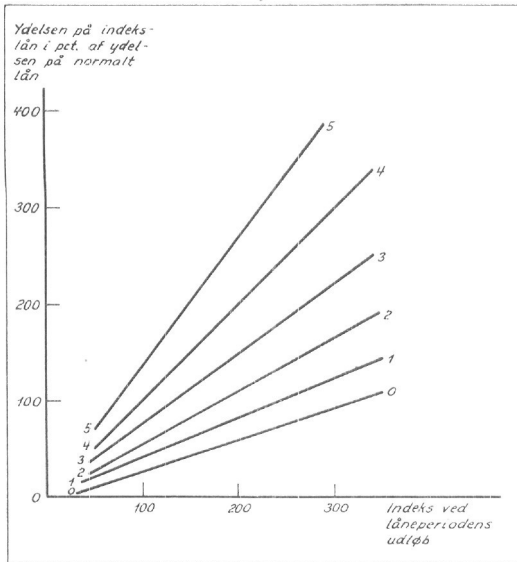


Fig. 3.

Kurvene viser, hvad kreditor ved alternative rentesatser for indeksslån og ved alternative prisstigninger i låneperioden ville opnå i tilbagebetalingsbeløb på et 30-årigt fast indeksslån med rentetilskrivning i pct. af tilbagebetalingsbeløbet for el tilsvarende normalt lån til 4 pct. Kurven 5-5 svarer til 5 pct.s rente på indeksslånet, kurven 4-4 til 4 pct.s rente o. s. v.

I underbilaget er gennemgået virkningerne af forskellige ændringer i udbuds- og efterspørgselskurverne. Konklusionen af denne gennemgang er, at der må ventes betydelige svingninger i emissionen af og renten på indeksregulerede fordringer, og at disse svingninger bevirker, at den, der må afhænde en indeksbunden obligation ikke har nogen sikkerhed for, at han opnår den ønskede værdifasthed og desuden kan risikere at blive dårligere stillet end ved køb af en normal obligation.

8. På grundlag af oplysningerne i tabelerne I—VIII i underbilaget kan det beregnes, hvad ydelsen (henholdsvis den tilbagediskonterede værdi) for et indeksslån vil udgøre i procent af tilbagebetalingsbeløbet (henholdsvis den tilbagediskonterede værdi) for et normalt lån ved alternative rentesatser og alternative prisstigninger i låneperioden. Denne sammenhæng er i figur 3 illustreret for et fast tredivearigt lån med rentetilskrivning og med fuld regulering af både rente og hovedstol.

Det fremgår eksempelvis af figuren, at hvis et indeksslån er tegnet med 3 pct.s rente, vil kreditor opnå 75 pct. af ydelsen på et normalt lån, hvis priserne i låneperioden holder sig uændrede. Hvis priserne stiger med 50 pct., ville han opnå 110 pct. af ydelsen på et normalt lån til 4 pct., og ved en prisstigning på 100 pct. ville han få 150 pct. af ydelsen på et normalt lån.

I underbilaget er desuden beregnet, hvad renten på et indeksslån skulle blive ved alternative reguleringsformer under de i underbilaget nærmere specificerede forudsætninger bl. a. med hensyn til parternes prisforventninger. Figur 4 viser realværdien

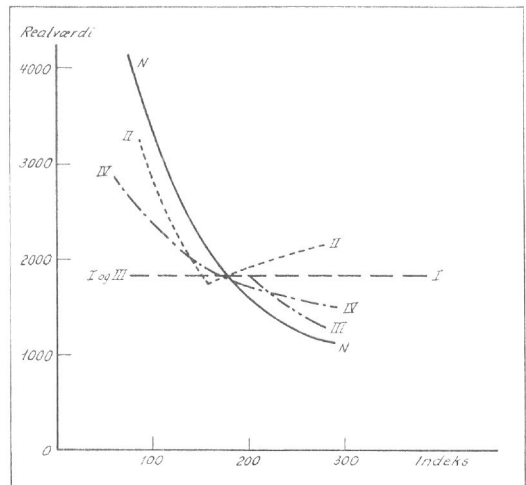


Fig. 4.

For alternative værdier af indeks ved låneperiodens udløb er afsat realværdien af tilbagebetalingsbeløbet for et 30-årigt fast lån på 1 000 kr. med rentetilskrivning, henholdsvis uden indeksregulering og 4 pct.s rente (N-N) og med fire forskellige former for indeksregulering:

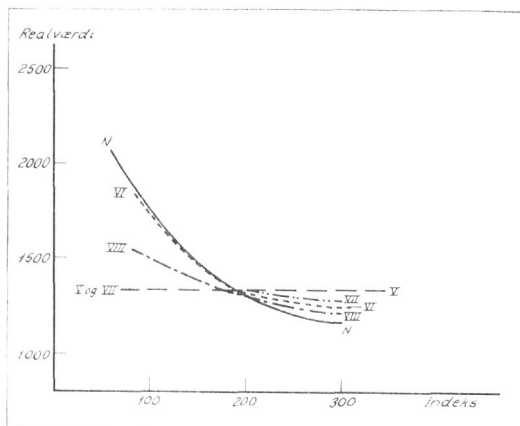
I-I: Fuld regulering af rente og hovedstol, rente 2,0 pct.

II-II: „Dødt interval” på 60 pct., rente 3,4 pct.

III-III: Fuld regulering, loft ved indeks 200, rente 2,0 pct.

IV-IV: Halv regulering af rente og hovedstol, rente 2,8 pct.

Realværdien er beregnet som tilbagebetalingsbeløbet divideret med indeks i slutåret. Realværdien af tilbagebetalingsbeløbet på et normalt lån til 4 pct. ville være 3 243 kr., hvis der ikke var nogen prisstigning i låneperioden.



Figur 5

For alternative værdier af indeks ved låneperiodens udløb er afsat den kapitaliserede værdi af realværdien af de årlige ydelser på et 30-årigt annuitetslån på 1 729 kr., **hhv.** uden indeksregulering og med 4 pct.s rente (N-N) og med fire forskellige former for indeksregulering:

V-V: Fuld regulering af ydelserne, rente **2,0 pct.**

VI-VI: „Dødt interval“ på 60 pot., rente 3,9 pct.

VII-VII: Fuld regulering, dog højt fordobling af ydelserne, rente 2,0 pct.

VIII-VIII: Halv regulering af ydelserne, rente 2,8 pct.

Realværdien er beregnet ved at dividere ydelserne i det enkelte år med indeks for pågældende år. Den kapitaliserede værdi af realværdien af ydelserne på et normalt lån til 4 pct. ville være 1 729 kr., hvis der ikke var nogen prisstigninger i låneperioden.

af tilbagebetalingsbeløbet for et trediveårigt fast indeksslån med rentetilskrivning ved alternative reguleringsformer og ved alternative prisstigninger, såfremt man regner med de i underbilaget beregnede rentesatser, samt realværdien af ydelserne på et tilsvarende normalt lån til 4 pct. Tilsvarende viser figur 5 den tilbagediskonterede værdi af realværdien af ydelserne på et indeksreguleret annuitetslån under de samme forudsætninger og ved alternative prisstigninger i låneperioden. I begge diagrammer forudsættes markedet at forvente prisstigninger på knapt 100 pct. i låneperioden.

Figurerne viser, at såfremt de faktiske prisstigninger kommer til at modsvare den

forventning, der præger markedet, bliver kreditorerne ikke gunstigere stillet ved at tegne et indeksslån i stedet for et normalt lån. Dette resultat er uafhængigt af de specielle forudsætninger, hvorunder kurverne er tegnet, men beror på, at debitorerne må kræve så stort rentenedslag, at det bliver tilfældet ligesom kreditorerne vil være villige til at gå så langt ned. Bliver prisstigningerne mindre, end parterne har regnet med, vil kreditorerne opnå mindre end for et normalt lån, mens de opnår mere ved kraftigere prisstigninger. Konklusionen må derfor være, at indeksregulerede lån, optaget på frivillig basis alene kan give kreditor en garanti for en vis forhøjelse af ydelserne, såfremt der sker prisstigninger ud over det forventede i låneperioden. En kreditor, som under de ovenangivne forhold havde tegnet et fast indeksslån med fuld kompensation til 2 pct.s rente, ville således opnå ca. 40 pct.s forhøjelse af tilbagebetalingsbeløbet i forhold til et normalt lån til 4 pct., såfremt priserne faktisk steg med 150 pct.

Løvrigt viser figurene, at de værdifaste lån kun vil sikre kreditorerne en fast realværdi af deres opsparing, såfremt der ydes fuld kompensation for prisstigningerne. Denne faste realværdi vil være mindre end den realværdi, kreditor ville opnå på et normalt lån, såfremt der ikke skete prisstigninger i låneperioden. I alle tilfælde, hvor reguleringen begrænses, vil realværdien af opsparingen fortsat være afhængig af prisstigningen i låneperioden, omend variationerne i realværdien er noget mindre end ved et lån på normale vilkår.

9. I de betragtninger, som er gengivet foran, er der ikke taget hensyn til beskatningens betydning for udbud af og efterspørgsel efter indeksregulerede fordringer.

Efter gældende skatteregler beskattes renteindtægter principielt som indtægt uanset om de under en prisstigning medgår til at opretholde kapitalens realværdi, medens formuestigninger i almindelighed ikke beskattes. Herfra gøres dog undtagelse med hensyn til renteindtægter på kapitalforsikringer, idet hele forsikringsbeløbet er skattefrit.

Til illustration heraf er nedenfor vist *realværdien af hovedstol + renter* efter 30 års

forløb af et fast lån uden indeksregulering på 1 000 kr. til 4 pct. ved alternative ligevægtsgrænseskatteprocenter og ved alternative prisstigninger i låneperioden.

Realværdien af tilbagebetalingsbeløbet for et fast, 30-årigt lån til 4 pct. med rentetilskrivning, uden indeksregulering.

Ligevægtsgrænseskat	115	Indeks i slutåret	
		180	280
pct.			
0	2820	1802	1158
20	2252	1439	925
40	1789	1143	735

Hvorvidt beskatningen får nogen indflydelse på efterspørgslen efter indeksslån, vil afhænge af, i hvilket omfang reguleringsbeløbene beskattes. Principielt skulle som omtalt anvendelsen af indeksslån medføre, at en del af renteindtægten blev konverteret til en regulering efter indeks. Såfremt reguleringsbeløbene både på rente og hovedstol beskattes på samme måde som renteindtægten, vil der ikke være nogen skattemæssig fordel ved at placere sine midler i indeksslån. Men hvis reguleringsbeløbene er helt eller delvis skattefrie — f. eks. hvis reguleringen af hovedstolsbeløbet opfattes som skattefri formuestigning — vil der være en skattemæssig fordel ved at tegne indeksslån. Denne fordel vil antageligt medføre, at efterspørgslen efter indeksslån forøges. I så fald vil indeksslånene udgøre en større del af markedet, og renten vil blive lidt lavere, end hvad man når til, når der ses bort fra beskatningens virkninger. Såfremt reguleringsbeløbene regnes som fradragsberettigede hos debitor, kan man nemlig ikke regne med nogen forskydning af udbudskurven.

Medens realværdien af tilbagebetalingsbeløbet for et normalt lån varierer både med prisstigningen og beskatningen, medfører en fuldstændig indeksregulering, at realværdien af tilbagebetalingsbeløbet kun kommer til at variere med beskatningen. I nedenstående oversigt er vist realværdien af et 2 pct.s trediveårigt indeksslån på 1 000 kr. med fuld regulering af hovedstol og rente. Det er forudsat, at rentetilskrivning sker efter at årlig skat er betalt. Det er herved forudsat, at reguleringen af kapitalværdien ikke beskattes, mens re-

guleringen af rentebeløbene beskattes som indtægt. Prisstigningen forudsættes at ske regelmæssigt, og ved beskatningen regnes med de opskrevne værdier af rentebeløbene.

Ligevægtsgrænseskat	Realværdi af tilbagebetalingsbeløbet	
	pct.	kr.
	0	1811
	20	1626
	40	1441

En sammenligning af de to opstillinger viser, at indeksreguleringen under de angivne forudsætninger frembyder den relativt største fordel for personer med en høj ligevægtsgrænseskat, d. v. s. for de højere indkomstgrupper. For en kreditor med en grænseskattesats på 20 pct. medfører overgang til en indeksreguleret fordring til 2 pct. således et fald i realværdien (i forhold til en normal fordring) på 28 pct., hvis priserne stiger med 15 pct., og en stigning på 13 pct., hvis priserne stiger med 80 pct. Er grænseskatteprocenten 40, kommer der en reduktion på 19 pct. ved en prisstigning på 15 pct. og en forøgelse på 26 pct. ved en prisstigning på 80 pct. Der sker herved en delvis redressering af det forhold, at beskatningen af den del af renteindtægten, der er nødvendig for at opretholde formuens kapitalværdi, rammer formueejere med store intægter hårdest.

Såfremt udbetalinger af kapitalforsikringer fortsat holdes uden for beskatningen, selv om forsikringerne er indeksregulerede, kan de i de tidligere afsnit refererede betragtninger fortsat anvendes.

For en del opsparingsformer er der hjemlet særlige skattebegunstigelser. Bibeholdes disse begunstigelser også for indeksregulerede opsparingsformer, vil de næppe påvirke valget mellem indeksregulerede og normale kontrakter.

Det er ovenfor påvist, at svingninger i prisforventningerne kan fremkalde svingninger i den udbudte mængde af og rentevilkårene for indeksregulerede fordringer. Medmindre alle reguleringsbeløb beskattes på samme måde som renteindtægten, må det antages, at ændringer i beskatningen også vil fremkalde svingninger på det værdifaste marked.

Regneeksempler til belysning af virkningerne af indeksregulering af lånekontrakter.

Nedenfor er gengivet en række regneeksempler, som viser forskellige virkninger af indeksregulering af lånekontrakter for henholdsvis faste lån med rentetilskrivning og annuitetslån.

1. Først er der for begge låntyper beregnet, hvad ydelsen ville have været for et 30-årigt lån, optaget i henholdsvis 1920 og 1923 (et år med højt og et år med lavt indeks) såfremt lånet havde været reguleret efter indeks (årligt gennemsnit) for den gennemsnitlige timeløn for samtlige arbejdere i håndværk og industri og med fuld regulering i både op- og nedadgående retning for både rente og hovedstol. Beregningen er gennemført for forskellige nominelle rentesatser.

Nedenstående oversigt viser *tilbagebetaling ngsbeløbet* for et fast trediveårigt lån på 1 000 kr. med tilskrivning af rente og rentesrente, optaget i henholdsvis 1920 og 1923 med regulering af både rentebeløb og hovedstol:

Fast lån, 30 år.

Fuld regulering efter lønindeks.

Rente	0 pet.	1 pet.	2 pet.	3 pet.	4 pet.	5 pet.
1920-50..	1 617	2 179	2 928	3 923	5 243	6 987
1923-53..	2 774	3 739	5 023	6 732	8 996	11988

Tilbagebetalingsbeløbet på et normalt lån til 4 pct. ville være 3 243 kr. Skulle renten fastsættes, så ydelsen på indeksslånet svarede til ydelsen på et normalt lån til 4 pct., måtte den for 1920—50-lånet være ca. 2,5 pct., for 1923—53-lånet lidt under 1 pct.

Den følgende oversigt viser de tilbage-diskonterede ydelser på et trediveårigt annuitetslån optaget i henholdsvis 1920 og 1923 med regulering af både rentebeløb og hovedstol efter lønindeks. Som grundlag er benyttet et lån på 1 729 kr., hvilket giver

en årlig ydelse på 100 kr., hvis der regnes med 4 pct.s rente.

Annuitetslån, 30 år.

Fuld regulering efter lønindeks.

Rente	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.	5 pct.
1920-50...	825	959	1106	1 263	1 432	1 611
1923-53...	1 265	1 471	1 695	1 937	2 196	2 471

For 1920—50-lånet måtte renten være over 5 pct. og for 1923—53-lånet lidt over 2 pct., hvis der skulle være ligevægt mellem ydelserne på indeksslånet og ydelserne på et normalt lån til 4 pct.

2. I det følgende er for hver af låntyperne gengivet nogle eksempler, som skal vise, hvordan forskellige forventninger og forskellige begrænsninger i reguleringens omfang kan tænkes at påvirke parternes rentekrav og deres efterspørgsel efter, henholdsvis udbud af, værdifaste obligationer. Der er herved gjort følgende *forudsætninger*:

1) Det forudsættes, at de prisstigninger (eller -fald), som sker i låneperioden, foregår med lige mange procent hvert år.

2) Renten på et normalt trediveårigt lån er 4 pct.

3) Hver enkelt debitor kalkulerer ved sin vurdering af, om han skal tage et indeksreguleret lån eller et traditionelt lån med en bestemt indeksstigning i lånets løbetid. Den indeksstigning, han kalkulerer med, vil antageligt være noget højere, end den, han anser for sandsynligst, idet han vil kræve en margin under hensyn til, at udviklingen kan blive ugunstigere. Selv om der måske er lige så stor chance for en lavere prisstigning, vil han antageligt vurdere forsigtigt.

4) Tilsvarende kalkulerer hver enkelt kreditor med en bestemt indeksstigning. Med en tilsvarende begrundelse som ovenfor under 3) må det antages, at denne størrelse

er noget lavere end den indeksstigning, han anser for sandsynligst.

5) Ved vurderingen af, hvilken rente den enkelte kreditor må kræve, henholdsvis den enkelte debitor kan tilbyde, gør han op, hvilket tilbagebetalingsbeløb (for et fast lån) eller hvilken tilbagebæret værdi (for et annuitetslån) han vil opnå ved alternative rentesatser for det værdifaste lån. Debitor kan da tilbyde så høj rente for det værdifaste lån, at dette beløb bliver lig med tilbagebetalingsbeløbet, henholdsvis den tilbagebæret værdi, for et almindeligt lån. Skal han betale en højere rente, vil han foretrække at optage et normalt lån til 4 pct. På tilsvarende måde findes den laveste rente, kreditor kan godtage, hvis han skal foretrække at erhverve en værdifast fordring frem for en normal fordring til 4 pct.

I tabellerne I—IV er vist tilbagebetalingsbeløbene for et fast 30-årigt indeksslån på 1 000 kr. med rentetilskrivning ved alternative indeks og rentesatser, samt den til hvert enkelt indeks svarende ligevægtsrente, beregnet under de foran anførte forudsætninger. I tabel V—VIII er tilsvarende beregninger gennemført for et indeksbundet 30-årigt annuitetslån på 1 729 kr. Beregningerne er for begge lån foretaget under følgende alternative forudsætninger:

a. Der gives fuld kompensation for både op- og nedadgående bevægelser i indeks. (Tabel I og V).

b. Der sker ikke regulering for de første 60 pct.s udsving i indeks. Ved større indeksstigninger fradrages 60 points i indeks, før beregningen foretages. (Tabel II og VI).

c. Intet beløb forhøjes med mere end 100 pct. (Tabel III og VII).

d. Der gives 1 pct.s regulering for hver 2 pct.s stigning eller fald i indeks. (Tabel IV og VIII).

Tabel I viser forholdene for et fast lån, hvor der gives fuld kompensation for alle ændringer i indeks. Det fremgår eksempelvis af tabellen, at en kreditor, som i sine kalkulationer regner med, at indeks i løbet af 30 år vil stige til 180, vil foretrække et indeksreguleret lån for et normalt lån, hvis renten på det indeksregulerede lån er mindst 2 pct. På den anden side vil en debitor, som kalkulerer med indeks 180, kun tegne et indeksreguleret lån, hvis renten er højst 2 pct.

Hvad renten bliver for et lån af den i tabel I anvendte type, og hvordan fordelingen bliver mellem indeksregulerede lån og normale lån, afhænger af, hvilke forventninger de enkelte debitorer og kreditorer har med hensyn til den fremtidige prisudvikling. Har både debitorerne og kreditorerne en fordelingskurve for forventningerne, hvis forløb kan karakteriseres ved, at

ingen venter mindre indeks end	85
5 pct. do.	115
15 - do.	145
65 - do.	180
Alle do.	225

(hvilket giver en „gennemsnitlig“ forventning på ca. 170), vil der på et marked, hvor der ialt bliver udbudt og efterspurgt for 100 mill. kr. lånekontrakter, blive udbudt og efterspurgt følgende beløb i værdifaste obligationer:

Hvis renten på værdifaste lån var sat til: pct.	Ville der blive udbudt værdifaste papirer for: mill. kr.	Ville der blive efterspurgt værdifaste papirer for: mill. kr.
4,5	0	100
3,5	5	95
2,7	15	85
2,0	65	35
1,2	100	0

I figur 1 er vist de *tilsvarende* udbuds- og efterspørgselskurver (kurverne U_1 og E_1) for værdifaste obligationer. Endvidere er indtegnet to udbudskurver, som forudsætter følgende forventninger om noget stærkere stigning i indeks:

pct. af debitorerne	Indeks i slutåret
0	under 115
5	— 145
40	— 180
80	— 225
100	— 280

(U_2 svarer til et indeksgennemsnit på ca. 195 og U_3 til et gennemsnit på ca. 210).

Hvis debitor og kreditor har ensartede forventninger, sådan som der er forudsat i kurverne E_1 og U_1 , vil markedet blive delt ligeligt mellem indeksbundne og normale lån, og renten på indeksslåne vil blive 2,2 pct.

Man må dog sikkert regne med, at debitorerne gennemsnitligt kalkulerer med et højere indeks end kreditorerne, dels fordi

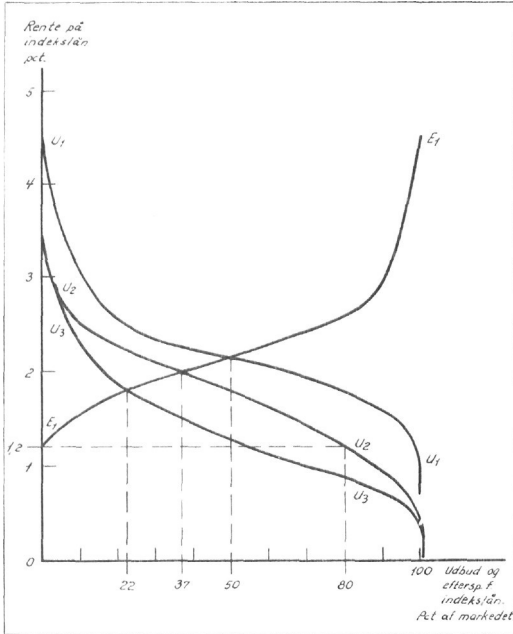


Fig. 1.

E_1 - E_1 er en efterspørgselskurve for indekslån, svarende til, at kreditorerne gennemgående venter prisstigninger på ca. 70 pct. i låneperioden. U_1 - U_1 , U_2 - U_2 og U_3 - U_3 er udbudskurver, svarende til, at debitorerne gennemgående venter prisstigninger på hhv. ea. 70, 95 og 110 pct. i låneperioden.

hver af parterne som nævnt må antages at kalkulere forsigtigt, dels fordi investeringerne — og dermed udbuddet af fordringer — antageligt fortrinsvis sker hos de virksomheder, hvor man har de stærkeste prisstigningsforventninger. Af figur 1 fremgår, at hvis debitorerne har de til kurven U_2 svarende forventninger, vil markedet blive sammensat af 37 mill. kr. indeksregulerede og 63 mill. kr. normale fordringer, og renten på de indeksregulerede obligationer vil blive 2 pct. Udbudskurven U_3 fører til fordelingen 22 mill. kr. indeksregulerede og 78 mill. kr. normale fordringer, og renten bliver 1,8 pct. for de indeksregulerede obligationer.

Figuren giver dog næppe noget fyldestgørende billede af, hvilke ændringer der sker i markedet ved en ændring i de prisstigninger, der kalkuleres med. I et etableret marked må man regne med, at ændringerne i markedets sammensætning først og fremmest fremkommer over det årlige bruttoudbud af fordringer, mens konvertering af

ældre lån kun spiller en ringe rolle. I så fald bliver svingningerne i det årlige bruttoudbud en del større. Til belysning af dette forhold gennemgås nedenfor en række situationer, hvor der helt ses bort fra konvertering af ældre lån.

Ved åbningen af det værdifaste marked vil der kun være et udbud af normale lån. Er efterspørgselskurven for indeksregulerede lån E_1 (jfr. figur 1), vil renten blive 1,2 pct., idet der vil være folk, som ønsker at købe indekslån, når blot renten er over 1,2 pct. og derfor vil presse renten ned til dette punkt. Hvis udbudskurven er U_2 , må en rente på 1,2 pct. føre til, at 80 pct. af den årlige tilgang af fordringer bliver indeksregulerede. Efterhånden som der via den årlige tilgang kommer et voksende antal indeksregulerede obligationer på markedet, stiger renten på indekslånene, og deres andel af den årlige tilgang af obligationer falder, indtil ligevægt opnås ved en rente på 2 pct., og et årligt bruttoudbud af indekslån på 37 pct. af det samlede årlige bruttoudbud.

Sker der derefter en forskydning af udbudskurven for indekslån til U_3 (svarende til, at debitorerne gennemsnitlig kalkulerer med ca. 110 pct.s stigning i indeks), kan den videre udvikling illustreres ved figur 2, hvis det drejer sig om markedsgængse obligationer. Da der ikke sker konvertering, vil der fortsat være 37 pct. indeksregulerede og 63 pct. normale lån (punktet Y). Da denne fordeling svarer til kreditorernes ønsker ved de gældende rentesatser, vil disse forblive uændrede. Men ved 2 pct.s rente vil kun ca. 15 pct. af den årlige tilgang af obligationer være indeksregulerede (punktet X). Efterhånden som markedets sammensætning ændres, vil renten på de indeksregulerede obligationer falde, og deres andel af bruttoudbudet stige, indtil ligevægten opnås ved en rente på 1,8 pct. og et bruttoudbud på 23 pct. af det samlede udbud (punktet Z). Går udviklingen den modsatte vej, vil den årlige tilgang af de indeksregulerede obligationer i første omgang stige til 55 pct. af den årlige tilgang.

Er der tale om ikke-markedsgængse fordringer, vil den årlige tilgang med det samme ændres til de 23 pct. af den samlede årlige tilgang.

Virkningerne af en forøgelse af efter-

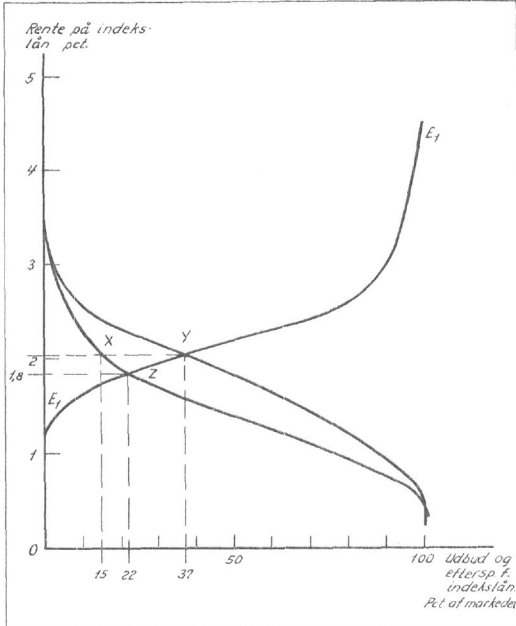


Fig. 2.

Virkningerne af en ændring i debitorernes forventninger. Efterspørgslen forudsættes uændret E_1-E_1 . Som følge af stærkere prisstigningsforventninger hos debitorerne forskydes udbudskurven nedad. Da der ikke kan ske konvertering, vil 37 pct. af Obligationsmassen fortsat være indekssregulerede, og renten vil være ca. 2 pct. (Y). Ved denne rente vil kun 15 pct. af bruttotilgangen af obligationer være indekssregulerede (X). Derved formindskes efterhånden mængden af indekssregulerede obligationer, indtil ligevægt opnås ved Z.

spørgslen efter indeksslån som følge af forventninger om kraftigere prisstigninger hos kreditorerne bliver antageligt noget mere komplicerede, fordi den samlede efterspørgsel efter obligationer ikke kan anses for at være upåvirket af denne ændring.

Man regner i almindelighed med, at efterspørgslen efter obligationer vokser med stigende effektiv rente. Har man en obligationsmasse, som både består af indeksslån og normale obligationer, kan det imidlertid ikke være renten på de normale lån, der bliver afgørende for den samlede efterspørgsel efter obligationer. Den rente, kreditorerne venter at opnå på indeksslåne, må være medbestemmende. Er renten på et normalt lån 4 pct., vil den del af køberne af indeksslån, som venter den laveste pris-

stigning i låneperioden, stort set vente at få 4 pct. i rente af denne placering, medens de øvrige købere af indeksslån venter at få en noget højere effektiv forrentning af deres penge. Går deres forventning i retning af større prisstigninger, vil deres forventninger med hensyn til den effektive forrentning forbedres, og det må antages at kalde nye kunder til markedet, selv om renten på normale lån holdes uændret. Omvendt kan den stigning i efterspørgslen efter normale obligationer, som må antages at blive følgen af en højere rente på disse lån, neutraliseres af et fald i renten på indeksslån, således at den samlede efterspørgsel efter lån bliver uændret.

Opstår der forventning om kraftigere prisstigninger, må renten på normale lån og indeksslån tilpasse sig sådan, at ikke alene den samlede efterspørgsel efter obligationer, men også dens fordeling på de to lånetyper bliver som hidtil. Denne ligevægt mellem den efterspurgt og den udbudte mængde af de to lånetyper opnås ved en stigning i renten på normale lån og et fald i renten på indeksslån. De kraftigere prisforventninger fører til, at kreditorerne ved uændret rente venter en højere effektiv forrentning af deres penge, hvis de anbringes i indeksslån. Dette må antages at føre til, at nye købere melder sig og presser renten ned, samtidig med at en del af ejerne af normale obligationer søger at afhænde disse for at købe indeksslån. Herved presses renten opad på disse lån, og denne rentestigning vil fortsætte, indtil det punkt, hvor den højere effektive rente dels har fremkaldt så mange nye kunder, dels har bremset overgangen fra normale lån til indeksslån så meget, at efterspørgslen efter normale lån netop svarer til udbudet. Da renten på normale lån stiger, mens renten på indeksslån falder, vil den årlige emission af indeksslån stige, mens emissionen af normale lån falder. Gennem den ændring af markedets sammensætning, som herved fremkommer, opstår en tendens til gradvist fald i renten på normale lån og en stigning i renten på indeksslån, indtil en ny ligevægtssituation er indtrådt.

Den ovenfor gennemførte fremstilling kan også tjene til at belyse, hvordan kreditor vil være stillet, hvis han bliver tvunget til at realisere sin placering inden låneperiodens udløb.

Det forudsættes, at markedet er fuldt etableret, og en ligevægt er nået svarende til kurverne U_2 og E_1 i figur 1. I denne situation tegnes et indeksbundet lån på 100 kr. til pari og med en nominal rente på 2 pct., løbetid 30 år. Priserne stiger i de følgende 5 år med 10 pct. Ved udgangen af det femte år bliver køberen nødt til at realisere.

Hvis lian skulle have opnået værdifast placering af sine midler i de fem år, skulle han have udbetalt 110 kr. med påløbne renter, ialt 121,5 kr., hvilket med de her valgte forudsætninger omtrent svarer til, hvad han kunne have opnået ved at placere i et normalt lån til 4 pct., hvis der ikke var sket ændringer i kursen på disse lån. Hvis debitorerne og kreditorernes forventninger var uændrede, ville han også kunne sælge obligationen på markedet til denne kurs. Men hvis kreditorerne nu venter svagere prisstigninger, og man forudsætter, at der ikke sker konvertering, vil renten på de indeksbundne lån være steget og kursen altså være lavere for obligationen med påløbne renter. Samtidig vil kursen være steget på normale obligationer.

Resultatet bliver altså, at i dette tilfælde, hvor prisstigningen omtrent har svaret til det givne rentenedslag, er han ved realiseringen blevet stillet ugunstigere, end hvis han havde købt en almindelig obligation til 4 pct., fordi forventningerne på markedet har ændret sig. I andre tilfælde, hvor forventningerne forskydes i modsat retning, ville han blive gunstigere stillet. Han har heller ikke i dette tilfælde opnået den tilsigtede værdifasthed, mens han ved modsatte forskydninger i forventningerne kan opnå mere end den tilsigtede værdifasthed.

De forskellige andre obligationsformer, som er gennemregnet i tabellerne II—VIII, giver tilsvarende resultater: Renten på de indeksbundne lån bliver en del lavere end på et normalt lån. Rentens højde og markedets sammensætning afhænger af forventningerne hos parterne. Jo kraftigere prisstigninger debitorerne forventer i forhold til kreditorerne, desto færre indeksregulerede obligationer vil der fremkomme på markedet.

Til nærmere belysning af, hvilke fordele de forskellige reguleringsformer frembyder for debitorerne og kreditorerne er i neden-

stående oversigt vist, hvad renten vil blive for de i tabellerne I—VIII anvendte reguleringsformer, hvis kreditorerne gennemsnitlig regner med en prisstigning på ca. 70 pct. og debitorerne med en prisstigning på ca. 95 pct.:

	indekslånet
a. Fast lån, fuld kompensation	. 2,0
b. — , dødt interval 3,4
c. — , loft ved indeks 200	. 2,0
d. — , halv kompensation	. 2,8
a. Annuitetslån, fuld kompensation	2,0
b. — , dødt interval	3,9
c. — , loft ved indeks 200	2,0
d. — , halv kompensation	2,8

Hvis der ikke er stor forskel mellem debitorernes og kreditorernes gennemsnitlige forventninger, vil omfanget af det værdifaste marked ikke påvirkes af, at der indføres begrænsninger i reguleringen.

Nedenstående oversigt viser, hvad kreditor ville opnå i tilbagebetalingsbeløb, henholdsvis tilbagediskonteret værdi, ved alternative indeks i slut året, såfremt lånene blev optaget til ovenanførte rentesatser.

Indeks i slutåret	Fast lån.			
	I	II	III	IV
85 . . .	1539	2753	1539	2131
115 . . .	2083	2753	2083	2477
145 . . .	2626	2753	2626	2822
180 . . .	3260	3304	3260	3225
225 . . .	4075	4543	3622	3744
280 . . .	5071	6057	3622	4377

Indeks i slutåret	Annuitetslån.			
	V	VI	VII	VIII
85 . . .	1257	1709	1257	1460
115 . . .	1420	1709	1420	1534
145 . . .	1563	1709	1563	1624
180 . . .	1729	1722	1729	1709
225 . . .	1922	1804	1907	1849
280 . . .	2145	1952	2037	1979

De anførte beløb udgør følgende procenter af tilbagebetalingsbeløbet (3243) henholdsvis den tilbagediskonterede værdi (1729) af et normalt lån til 4 pct.

Fast lån.				
Indeks i sin tåret	i	ii	in	iv
85...	47	85	47	66
115...	64	85	64	76
145...	81	85	81	87
180...	101	102	101	99
225...	126	140	112	115
280...	156	187	112	135

For det faste lån kan tallene i tabellen umiddelbart sammenlignes med indeksene i tabellens forspalte, idet alle ind- og udbetalinger sker i begyndelses- og slutåret. For annuitetslånet betales afdragene gennem hele låneperioden, og det vil derfor være mere belysende at sammenligne tabellens tal med et gennemsnit af indeksene for de enkelte år i hele lånets løbetid. Dette gennemsnit er anført i tabellens sidste kolonne.

Annuitetslån.				
Indeks i slutåret	VI	VI (VIII	Gennemsnitl. prisstigning
85...	73	99	73	84
115...	82	99		7
145...	90	99	90	94
180..	100	100	100	99
225..	111	104	110	107
280..	124	113	118	114

Tabellerne giver samtidig et indtryk af debitors risiko.

Tabel I.

Fast lån, 30 år.

Der gives fuld kompensation til begge sider.

Indeks	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.	5 pct.	Ligevægtsrente
85...	850	1 146	1 539	2 063	2 757	3 674	4,5
115...	1 150	1 550	2 083	2 791	3 729	4 970	3,5
145...	1 450	1 955	2 626	3 519	4 702	6 267	2,7
180...	1 800	2 426	3 260	4 369	5 837	7 780	2,0
225...	2 250	3 033	4 075	5 461	7 297	9 725	1,2
280...	2 800	3 774	5 071	6 796	9 080	12 102	0,5

Tabel II.

Fast lån, 30 år.

Der gives ikke regulering for de første 60 pct.s ændring i indeks.

Indeks	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.	5 pct.	Ligevægtsrente
85...	1 000	1 348	1 811	2 427	3 243	4 322	4,0
115...	1 000	1 348	1 811	2 427	3 243	4 322	4,0
145...	1 000	1 348	1 811	2 427	3 243	4 322	4,0
180	1 200	1 618	2 173	2 912	3 892	5 186	3,3
225...	1 650	2 224	2 988	4 005	5 351	7 131	2,3
280...	2 200	2 966	3 984	5 339	7 135	9 508	1,3

Tabel III.

Fast lån, 30 år.

Der gives fuld kompensation op til indeks 200, derefter ingen yderligere kompensation.

Indeks	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.	5 pct.	Ligevægtsrente
85...	850	1 146	1 539	2 063	2 757	3 674	4,5
115...	1 150	1 550	2 083	2 791	3 729	4 970	3,5
145...	1 450	1 955	2 626	3 519	4 702	6 267	2,7
180...	1 800	2 426	3 260	4 369	5 837	7 780	2,0
225...	2 000	2 696	3 622	4 854	6 486	8 644	1,6
280...	2 000	2 969	3 622	4 854	6 486	8 644	1,6

Tabel IV.

*Fast lån, 30 år.**Der gives halv kompensation til begge sider.*

Indeks	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.	5 pct.	Ligevægtsrente
85	925	1 247	1 675	2 245	3 000	3 998	4,2
115...	1 075	1 449	1 947	2 609	3 486	4 646	3,7
145...	1 225	1 651	2 218	2 973	3 973	5 294	3,3
180...	1 400	1 887	2 535	3 398	4 540	6 051	2,8
225...	1 625	2 191	2 943	3 944	5 270	7 023	2,3
280...	1 900	2 561	3 441	4 611	6 162	8 212	1,8

Tabel V.

*Annuitetslån, 30 år.**Der gives fuld kompensation til begge sider.*

Indeks	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.	5 pct.	Ligevægtsrente
85...	939	1 091	1 257	1 437	1 629	1 833	4,5
115...	1 059	1 232	1 420	1 622	1 839	2 069	3,5
145...	1 166	1 357	1 563	1 786	2 025	2 278	2,7
180...	1 290	1 501	1 729	1 976	2 240	2 520	2,0
225...	1 434	1 668	1 922	2 195	2 489	2 800	1,2
280...	1 601	1 862	2 145	2 451	2 779	3 126	0,5

Tabel VI.

*Annuitetslån, 30 år.**Dødt interval få 60 pct.*

Indek	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.	5 pct.	Ligevægtsrente
85..	996	1 158	1 335	1 525	1 729	1 945	4,0
115..	996	1 158	1 335	1 525	1 729	1 945	4,0
145..	996	1 158	1 335	1 525	1 729	1 945	4,0
180..	1 004	1 168	1 346	1 537	1 743	1 961	3,9
225..	1 051	1 223	1 409	1 610	1 825	2 053	3,6
280..	1 138	1 323	1 525	1 742	1 975	2 222	2,9

Tabel VII.

*Annuitetslån, 30 år.**Der gives fuld kompensation op til indeks 200, derefter ingen yderligere kompensation.*

Indeks	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.	5 pct.	Ligevægtsrente
85...	938	1 091	1 257	1 437	1 629	1 833	4,5
115...	1 059	1 232	1 420	1 622	1 839	2 069	3,5
145...	1 166	1 357	1 563	1 786	2 025	2 278	2,7
180...	1 290	1 501	1 729	1 976	2 240	2 520	2,0
225...	1 423	1 655	1 907	2 179	2 470	2 779	1,3
280...	1 520	1 768	2 037	2 328	2 639	2 969	0,8

Tabel VIII.

*Annuitetslån, 30 år.**Der gives halv kompensation til begge sider.*

Indeks	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.	5 pct.	Ligevægtsrente
85	973	1 132	1 339	1 490	1 689	1 900	4,2
115...	1 028	1 195	1 377	1 573	1 784	2 007	3,7
145...	1 087	1 265	1 458	1 665	1 888	2 124	3,3
180...	1 145	1 331	1 534	1 753	1 987	2 235	2,8
225...	1 238	1 440	1 660	1 896	2 150	2 419	2,3
280...	1 326	1 542	1 777	2 030	2 302	2 590	1,8

Eksempler på værdifaste lån i andre lande.

1. *Frankrig.* Den franske stat emitterede i maj 1952 et $3\frac{1}{2}$ pct. 60-årigt guldlån. Lånet er sikret en årlig mindste rente på $3\frac{1}{2}$ pct. af det pålydende beløb. Tilbagebetalingen, som sker ved årlige udtrækninger, kan ikke ske med et lavere beløb end obligationens pålydende. Ved stigning i guldprisen er der sikret obligationsejerne rente og amortisation i forhold til guldprisen. Da lånet udstedtes, lå værdien af et 20-guldfrancstykke på 4 000 franske francs. Garantien er udformet på den måde, at ejeren af en obligation med pålydende 100 000 francs ved udtrækning får udbetalt prisen på 25 tyve-guldfrancstykker efter noteringen på det frie guldmarked i Paris. Obligationerne kan anvendes til betaling af skat, og de modtages i så fald til samme beløb, som de ville opnå ved udtrækning på det pågældende tidspunkt. Den anvendte guldpris er et gennemsnit af de 100 seneste noteringer.

Lånet kunne betales kontant eller ved indlevering af forskellige ældre statslån, som afregnedes til parikurs. Det var ikke begrænset, men emissionen standsedes efter nogen tid. Der var da afsat for 195 milliarder francs mod kontant betaling. Herudover indbetaltes ret store beløb af de ældre statslån.

Siden 1951 har de franske jernbaner, de franske kulminer, de franske elværker og de franske gasværker udstedt forskellige lån, hvis ydelser er fastsat som værdien af de pågældende institutioners produkter. I enkelte tilfælde udbetales ydelserne in natura.

2. *Sverige.* Den 1. februar 1952 udstedte det svenske *Kooperative Förbundet* et 3 pct.s 20-årigt indeksslån på mindst 40 og højst 100 mill. kr. Hele lånet tilbagebetales i 1972, idet beløbet reguleres proportionalt med en eventuel *stigning* i leveomkostningerne, dog højst op til 150 pct. af det nominelle beløb.

Fra 1955 kan kreditor opsiges lånet til tilbagebetaling efter nominel værdi.

3. *Finland.* I 1945 emitterede den finske stat et indeksbundet lån på 17 milliarder mark. Obligationerne anvendtes som erstatning til den i Karelen og andre områder evakuerede befolkning. Som regulator anvendtes det indenlandske engrospristal. Lånet er fuldt tilbagebetalt i 1955, og staten har da betalt ca. 61 milliarder mark i indeksgodtgørelse udover $4\frac{1}{2}$ milliarder i rente og 17 milliarder som ordinær tilbagebetaling. Obligationerne omsattes på markedet og blev i begrænset omfang købt af livsforsikringsselskaber.

Siden 1946 har den finske *folkepensionsanstalt* anvendt indeksklausul i sine udlån. 50 pct. af lånebeløbene reguleres nu efter engrosprisindeks, og den årlige rente er 2,5 pct. højere end indlænsrenten i de to største forretningsbanker. I de første år var reguleringen mindre omfattende og anvendtes kun overfor en snævrere kundekreds.

Siden 1948 har de finske *livsforsikrings-selskaber* ydet en begrænset indeksregulering på *nytegnede forsikringer*, hvor forsikrings- og præmiebetalingstiden strækker sig over mindst 30 år. Reguleringen sker kun i de tre første år efter policens oprettelse undtagen for rene risikoforsikringer, hvor regulering kan finde sted under hele forsikringsperioden. For hver 10, 20, 30 o. s. v. pct. leveomkostningerne stiger, sker en tilsvarende forhøjelse af både forsikringssummen og de fremtidige præmiebetalinger. Ved fald i leveomkostningerne sker en tilsvarende regulering, dog ikke ned under de oprindelige beløb.

Selskaberne har ligeledes siden 1948 ydet *indeksbundne udlån*. Renten, som ligger lidt under markedsrenten, beregnes på restgælden, som i lighed med afdragene forhøjes 1, 2, 3 o. s. v. pct. for hver 2, 4, 6 o. s. v.

pct.s stigning i engrospristallet. Regulering nedad sker kun til det oprindelige lånebeløb. Lånene kan opsiges fra begge sider med 3—6 måneders varsel.

Erfaringerne gik i begyndelsen ud på, at låntagerne ikke viste interesse for de indeksregulerede lån. Mange låntagere — og især de bedste og solideste — meddelte, at de under ingen omstændigheder kunne gå ind på indekssklausulerne. Efterhånden som kreditmarkedet strammedes, og det blev vanskeligt at opnå lån, har også disse låntagere optaget indeksslån, og i dag synes denne udlånsform at være almindelig for forsikrings-selskaberne.

I august 1953 udstedte staten et værdifast $5\frac{1}{4}$ pct. lån til konvertering af de forfaldne afdrag på erstatningslånet fra 1945. Reguleringen sker efter de indenlandske engrospriser. Regulering sker for hver 5 pct.s stigning eller fald i indeks, dog højst til lånets dobbelte beløb. Lånet var udbudt med 5 milliarder mark, men der afsattes kun 1,8 milliarder mark.

I marts 1954 udstedte den finske stat to nye indeksregulerede lån. Det ene lån var 15-årigt med en nominel rente på $6\frac{1}{2}$ pct. Tegningskursen var $97\frac{1}{2}$, svarende til en effektiv rente på 7 pct. Ved prisstigning ud over 4 pct. ydes halv regulering af både rente og hovedstol. Reguleringen er baseret på leveomkostningsindeks. Det andet lån var ti-årigt, og renten varierer med bankrenten, idet den fastsattes til 2,5 pct. over renten for 6 måneders indlån i Finlands to største forretningsbanker. løvrigt gælder samme regler om indeksregulering som for det femtenårige lån. De to lån indbragte tilsammen ca. 4,3 milliarder mark.

T august 1954 udstedtes et nyt lån på 3,5 milliarder mark, som er endnu gunstigere for sparerne. Lånetiden er $5\frac{1}{2}$ år. Rente 6 pct. Regulering sker efter engrospristallet og gælder både rente og hovedstol. For hver 5 pct., engrospristallet stiger, forhøjes ydelserne med 5 pct., dog højst med 100 pct. Obligationerne er fritaget for både formue- og indtægtsskat.

I 1955 har den finske stat udstedt fire nye indeksslån: I marts et ti-årigt lån på 4 200 mill, mark, rente 2 pct. over renten på 6 måneders opsigelse i de to største forretningsbanker, og i april et femten-årigt lån på 1 500 mill, mark, rente $6\frac{1}{2}$ pct. For

begge disse to lån sker regulering efter detailpristallet. Der sker ingen regulering, før indeks er steget med 5 pct. løvrigt gives 1 pct.s regulering for hver 2 pct.s indeksstigning. I maj udstedtes et fem-årigt lån på 1 000 mill, mark med 5 pct.s rente. Reguleringen sker procent for procent efter detailpristallet, dog ikke hvis indeks stiger med mindre end 2 pct. Betaling af rente og afdrag kan dog aldrig mere end fordobles. I august kom endelig et $5\frac{1}{2}$ -årigt lån på 3 500 mill, mark, rente 5 pct. Regulering af rente og hovedstol efter engrosprisindeks med 5 pct. for hver fulde 5 pct.s stigning i indeks, dog højst til det dobbelte beløb. Obligationerne og deres renteindtægt er skattefri, medmindre de ejes af pengeinstitutter.

Fra maj 1955 har de finske banker og sparekasser åbnet adgang til indskud på indeksregulerede konti og gjort udlånene betinget af indeksregulering. De indeksregulerede indskudskonti, som mindst skal være på 30 000 mark (ca. 600 kr.) løber over 12 måneder og fornyes derefter igen, hvis de ikke hæves inden en måned. Der sker regulering af rente og hovedstol for hver fulde 2 pct.s stigning i leveomkostningsindekset. Der sker ingen regulering nedad. Renten er — efter krav fra regeringen — sat 1 pct. lavere end renten for almindelige spareindskud. Indeksreguleringen på udlånene træder kun i kraft i det omfang, det nødvendiggøres af indeksreguleringen på indskuddene. Hvis indskuddene på indeksskonti f. eks. er 25 pct. af de indeksregulerede udlån, skal låntagerne således kun betale 5 pct.s regulering, hvis indeks stiger med 20 pct. og indskyderne derfor skal have 20 pct.s regulering. Ved udgangen af 1955 indestod i sparekasserne ca. 70 mill, mark på indeksskonto af en samlet indlånsmasse på noget over 100 mrd. mark. I alle pengeinstitutter indestod ca. 160 mill, mark på indeksskonto. Medvirkende til den ringe tilslutning kan have været, dels at indeksskuddene og deres afkast ikke er skattefri — i modsætning til almindelige indskud og statens indeksslån — og at indeks i november faldt under grundindekset ved afgiftslettelser og subsidier, hvorefter der i realiteten først bliver tale om regulering, hvis priserne i løbet af et år stiger med mindst 5 pct.

Den ovenomtalte regulering af livsforsikringskontrakterne er ikke baseret på de indeksregulerede obligationer. Selskaberne har i stedet anvendt de indvundne reguleringsbeløb til en opskrivning af ældre forsikringer. Et pensionsforsikringselskab har således gennemført en opskrivning af pensioner, som er begyndt at løbe før 1951. Pensioner, tegnet i 1941 eller tidligere, er opskrevet med 300 pct., forsikringer tegnet i 1942 med 245 pct. o. s. v. efter en faldende skala. Tillæggene gælder foreløbig kun for 1954, men hvis afkastet af pengeanbringelserne tillader det, er det tanken at opretholde dem.

4. *Island.* „Landsbankin Islands“ har til finansiering af boliglån i november 1955 udstedt et femtenårigt indeksslån til 5,5 pct. Lånet udtrækkes i løbet af de 15 år, og de udtrukne beløb reguleres efter detailpristallet. Lånets ydelser er skattefrie, og obligationerne skal ikke opføres på selvangivelsen.

Samtidig har banken emitteret et 25-årigt lån uden indeksregulering til 7 pct. med de samme skattebegunstigelser. Regnes der med en jævn prisstigning gennem låneperioden, skal indeks stige med ca. 35 pct. (eller 2 pct. om året), før indeksslånet giver lige så meget som det samtidigt emitterede normale lån.

Undersøgelse af aktiers værdifasthed.

UDVALGET VEDRØREXDE VÆRDIFASTE
OBLIGATIONER M. V.

Den 17. januar 1955.

Til Det statistiske Departement, Frederiksholms Kanal, København K.

På udvalgets vegne skal jeg anmode Det statistiske Departement om at bistå med at fremskaffe oplysninger til belysning af, i hvilket omfang placering i aktier kan betragtes som værdifast pengeanbringelse dels med hensyn til udbyttet, dels med hensyn til kapitalen.

Kapitalens værdifasthed kan antageligt kun belyses for selskaber, hvis aktier noteres på børsen, dagligt eller med mellemrum. Der ønskes for hver af grupperne industri, transport, banker, forsikringsselskaber og andre under handel og omsætning et vejet gennemsnit af kursen ved udgangen af hvert af årene siden 1935. Hvis der udstedes friaktier, regnes der for fremtiden med kursværdien af den oprindelige aktie + det derpå følgende beløb i friaktier. Gives der tegningsret til favørkurs ved aktieudvidelse, forudsættes det, at tegningsretten sælges, og at der for det indvundne beløb købes aktier i selskabet til dagskurs, hvorefter der regnes med kursværdien på aktier + det for tegningsretten indkøbte aktiebeløb.

Undersøgelsen af *udbyttets værdifasthed* vil man gerne have foretaget for et udvalg af aktieselskaber — såvel børnsnoterede som ikke-børnsnoterede — fra hver af de enkelte grupper (industri, transport, banker, forsikringsselskaber og andre under handel og omsætning) for hvert af årene siden 1935, idet der ønskes oplysning om 1) *dividende-udbetalingen pr. aktie*, 2) *udstedelser af friaktier og ejernes gevinst pr. aktie ved emission til favørkurs*, alt vejet med virksomhedernes aktiekapital ult. 1935. For likviderede aktieselskaber bedes aktionærernes resultat ved likvidationen regnet som indtægt ved afregningen, medens selskabet fremover medregnes i det vejede gennemsnit med indtægt nul. For hver af grupperne ønskes det vejede gennemsnit beregnet særskilt for børnsnoterede aktier. Det vil antageligt være tilstrækkeligt at lade undersøgelsen omfatte alle aktieselskaber, som ved udgangen af 1935 havde en aktiekapital på 1 mill. kr. eller derover, ialt knapt 500 selskaber.

Schmidt.

DET STATISTISKE DEPARTEMENT

København K., den 16. maj 1955

Hermed bilag.

Til udvalget vedrørende værdifaste obligationer m. v.

Under henvisning til udvalgets skrivelse af 17. januar d. å. fremsender man vedlagt resultaterne af en af Departementet foretaget undersøgelse over, i hvilket omfang placering i aktier kan betragtes som værdifast pengeanbringelse.

Undersøgelsen strækker sig over årene 1935-54 og omfatter i det store og hele alle de aktieselskaber, for hvilke der foreligger oplysninger om børskurserne gennem hele den omhandlede årrække, eller for hvis vedkommende manglende oplysninger vedrørende den sidste del af perioden skyldes, at selskaberne er ophørt. Som det fremgår af tabel 1, drejer det sig om ialt 99 selskaber, der i 1935 havde godt 35 pct. af den samlede aktiekapital indenfor de undersøgte erhvervsgrupper. Af de 99 selskabers aktier var 79 optaget til officiel kursnotering, medens de resterende 20 papirer repræsenterer unoterede værdier, der blev omsat på efterbørsen. Den af udvalget ønskede undersøgelse af udbyttets værdifasthed for et større antal unoterede papirer har ikke kunnet gennemføres, idet der ikke foreligger de hertil fornødne oplysninger.

Tabel 2 a og 2 b viser, for hver af grupperne industri, transport, banker, forsikringselskaber og andre under handel og omsætning et gennemsnit af kurserne ultimo årene 1935 til 1954 vejet med aktiekapitalen ultimo 1935. Hvor ultimokursen ikke var oplyst, har man benyttet den senest foreliggende kurs.

Medens man i tabel 2 a har beregnet kursværdien alene på grundlag af den for hvert af årene oplyste kurs og aktiekapitalen

1935, er der i tabel 2 b foretaget korrektioner under hensyntagen til udstedelse af friaktier, tegningsret til favørkurs ved aktieudvidelse og kapitalnedskrivninger. For friaktieudstedelsens og tegningsrettens vedkommende har man anvendt den i ovennævnte skrivelse foreslåede metode. Med hensyn til kapitalnedskrivninger er der i de tilfælde, hvor nedskrivningen er foretaget gennem opkøb af egne aktier, regnet videre med den hidtidige kapital. Er nedskrivningen derimod foretaget uden udbetaling til aktionærene, har man videreført beregningerne med den nedskrevne kapital. Endelig har man, i de tilfælde et selskab er opkøbt af et andet, forudsat, at aktionærene i det første har købt aktier i det sidste for det ved salget indkomne beløb. Denne aktiepost er benyttet i beregningerne fremefter, idet man har anvendt det opkøb ende selskabs kurs.

I tabel 3 a og 3 b er beregnet et vejet gennemsnit af det *årlige aktieudbytte* indenfor de fem ovennævnte grupper for årene 1936 til 1954. De to tabeller adskiller sig fra hinanden derved, at man i tabel 3 a har ladet aktiekapitalen forblive uændret gennem perioden (jfr. beregningen af tabel 2 a), og som udbytte betragtet den faktisk udbetalte dividende med tillæg af værdien af friaktier og tegningsret til favørkurs samt med fradrag af beløb, hvormed kapitalen er nedskrevet, uden at der er foretaget udbetaling til aktionærene, medens man i tabel 3 b har korrigeret kapitalen med disse beløb (jfr. beregningen af tabel 2 b) og beregnet udbyttet som den faktiske udbytteprocent af den således korrigerede kapital.

Einar Cohn.

Rigmor Skade.

DET STATISTISKE DEPARTEMENT

Maj 1955.

Tabel 1. *Materialets beskaffenhed.*

	1935				Medregn. i forh. til samtlige selskaber
	Samtlige selskaber	Heraf medregnet i opgørelsen			
		Norerede	Unoterede	Tilsammen	
<i>Industrielskaber:</i>					pct.
Antal	2.112	44	6	50	2,37
Aktiekapital mill. kr.	695,6	216,8	6,8	223,6	32,14
<i>Transportselskaber:</i>					
Antal	279	21	3	24	8,60
Aktiekapital mill. kr.	438,7	238,1	8,3	246,4	56,16
<i>Banker:</i>					
Antal	184	8	2	10	5,43
Aktiekapital mill. kr.	330,2	171,0	1,5	172,5	52,24
<i>Forsikringselskaber:</i>					
Antal	100	1	7	8	8,00
Aktiekapital mill. kr.	59,0	4,5	17,6	22,1	37,50
<i>Andre under handel og omsætning:</i>					
Antal	3.981	5	2	7	0,18
Aktiekapital mill. kr.	449,2	21,1	14,5	35,6	7,93
<i>Tilsammen:</i>					
Antal	6.656 ¹⁾	79	20	99	1,49
Aktiekapital mill. kr.	1.972,7 ¹⁾	651,5	48,7	700,2	35,49

¹⁾ Udenfor de af opgørelsen omfattede erhvervsgrupper fandtes der pr. 1. januar 1935 559 aktieselskaber med en samlet aktiekapital på 67,9 mill. kr. og pr. 1. januar 1954 1 154 aktieselskaber med en samlet aktiekapital på 227,8 mill. kr.

Tabel 1 (fortsat).

	1954				Medregn. i forh. til samtlige selskaber
	Samtlige selskaber	Heraf medregnet i opgørelsen			
		Noterede	Unoterede	Tilsammen	
<i>Industriselskaber:</i>					pct.
Antal	3.261	44	6	50	1,53
Aktiekapital mill. kr.	1.515,6	331,1	6,3	337,4	22,26
<i>Transportselskaber:</i>					
Antal	399	20	3	23	5,76
Aktiekapital mill. kr.	624,0	329,2	16,7	345,9	55,44
<i>Banker:</i>					
Antal	160	8	2	10	6,25
Aktiekapital mill. kr.	374,9	208,0	4,8	212,8	56,76
<i>Forsikringselskaber:</i>					
Antal	97	1	7	8	8,25
Aktiekapital mill. kr.	93,3	6,7	27,6	34,3	36,77
<i>Andre under handel og omsætning:</i>					
Antal	5.213	5	2	7	0,13
Aktiekapital mill. kr.	1.183,8	29,1	33,5	62,6	5,30
<i>Tilsammen:</i>					
Antal	9.130 ²⁾	78	20	98	1,07
Aktiekapital mill. kr.	3.791,6 ²⁾	904,1	88,9	993,0	26,19

²⁾ Excl. et selskab, der er ophørt siden 1935.

Tabel 2 a.

Gennemsnit af de faktiske kurser (i p et. af indbetalt aktiekapital) ultimo årene 1935—54, vejet med aktiekapitalen ultimo 1935.

Ultimo	Industri- selskaber	Transport- selskaber	Banker	Forsikrings- selskaber	Andre under handel og omsætning	Tilsammen
	pet.	pet.	pet.	pet.	pet.	pet.
1935	155,90	186,32	121,84	171,53	236,87	162,83
1936	167,06	220,86	124,43	190,65	255,15	180,72
1937	152,75	199,73	123,37	182,16	253,67	168,12
1938	152,98	184,09	126,86	175,64	243,51	162,85
1939	154,82	174,28	120,51	171,83	198,27	156,01
1940	154,10	166,31	121,36	149,12	186,27	151,86
1941	191,91	201,96	136,40	164,28	237,07	183,19
1942	205,34	203,84	142,43	204,06	215,37	189,78
1943	231,77	237,24	149,47	211,59	256,75	214,00
1944	227,72	231,93	146,96	203,72	257,24	210,00
1945	202,95	220,20	139,75	200,02	239,67	195,23
1946	204,72	227,74	155,11	211,04	222,16	201,65
1947	210,22	211,05	149,48	213,98	211,76	195,73
1948	192,34	174,99	138,22	194,49	183,30	172,51
1949	205,83	183,16	153,15	191,49	189,71	183,57
1950	208,89	191,32	150,10	199,61	184,51	186,68
1951	189,29	188,93	131,24	179,01	158,98	173,01
1952	177,67	184,40	147,84	185,95	160,37	172,10
1953	177,62	188,05	158,11	201,93	160,71	176,40
1954	187,86	204,67	157,37	205,44	200,69	187,51

Tabel 2 b.

Gennemsnitskurs (i pct. af indbetalt aktiekapital ultimo 1935) ultimo årene 1935—54, beregnet med tillæg af værdien af friaktier og tegningsrettigheder samt fradrag af kapitalnedskrivninger og vejret med aktiekapitalen ultimo 1935.

Ultimo	Industri- selskaber	Transport- selskaber	Banker	Forsikrings- selskaber	Andre under handel og omsætning	Tilsammen
	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.
1935.....	155,90	186,32	121,84	171,53	236,87	162,83
1936.....	167,08	222,30	124,43	196,90	255,41	181,44
1937.....	161,58	204,41	123,77	189,53	253,93	172,93
1938.....	157,38	188,66	127,29	188,45	243,78	166,35
1939.....	154,88	181,70	121,61	184,54	238,63	161,31
1940.....	157,91	172,31	122,43	161,69	225,60	157,83
1941.....	194,67	214,33	137,63	175,93	289,03	191,74
1942.....	209,74	213,06	143,74	217,37	255,88	197,26
1943.....	239,86	251,20	150,85	228,18	306,24	224,86
1944.....	236,26	247,27	148,34	224,75	305,01	221,54
1945.....	210,17	233,60	141,10	224,07	284,16	205,56
1946.....	212,72	243,49	156,90	244,61	264,31	213,37
1947.....	217,57	229,67	151,26	245,19	256,25	208,33
1948.....	208,41	198,16	139,88	235,56	225,16	189,62
1949.....	222,43	208,07	154,87	225,39	233,45	201,36
1950.....	232,85	222,70	152,22	236,75	239,73	209,88
1951.....	212,75	219,49	133,10	233,21	205,69	195,76
1952.....	201,48	218,00	149,68	260,81	268,53	199,81
1953.....	205,72	221,31	160,01	284,08	254,86	204,92
1954.....	219,41	240,50	164,02	291,35	306,23	219,87

Tabel 3 a.

Det gennemsnitlige aktieudbytte (i p et. af indbetalt aktiekapital) i årene 1936—54, beregnet som den faktiske dividende med tillæg af værdien af friaktier og tegning srettigheder og fradrag af kapitalnedskrivninger og vejet med aktiekapitalen ultimo 1935.

	Industriselskaber		Transportselskaber		Banker	
	Ialt	Heraf friaktier, tegningsrettigheder m. v.	Ialt	Heraf friaktier, tegningsrettigheder m. v.	Ialt	Heraf friaktier, tegningsrettigheder m. v.
	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.
1936	9,01	0,02	9,60	1,29	6,26	—
1937	11,81	2,38	12,69	3,32	7,23	0,41
1938	11,02	1,31	11,11	0,11	7,07	—
1939	9,58	—	11,45	1,31	8,09	0,70
1940	8,26	—	8,34	—	7,38	—
1941	8,04	÷ 0,02	4,47	—	6,46	—
1942	8,91	0,41	3,73	—	7,07	—
1943	9,37	1,62	6,45	2,65	7,07	—
1944	8,97	0,51	6,62	2,47	7,07	—
1945	8,14	—	6,43	0,06	6,07	—
1946	8,74	0,36	9,25	—	6,48	0,41
1947	11,28	2,36	13,77	3,86	7,06	—
1948	14,83	5,52	20,33	10,74	7,21	—
1949	9,80	0,31	9,82	—	7,46	—
1950	17,06	6,85	10,90	0,90	8,21	0,41
1951	11,96	1,59	10,38	0,07	8,71	—
1952	11,87	1,27	14,39	1,83	7,81	—
1953	10,69	—	12,43	—	9,20	—
1954	12,63	1,67	12,23	—	13,89	4,61
<i>Gennemsnitlig 1936—54:</i>						
I forhold til indbet. kapital ultimo 1935	10,62	1,38	10,24	1,50	7,52	0,34
I forhold til kursværdien ultimo 1935	6,81	0,88	5,49	0,80	6,22	0,26

Tabel 3 a (fortsat)

	Forsikringselskaber		Andre under handel og omsætning iøvrigt		Tilsammen	
	Ialt	Heraf friaktier, tegningsrettigheder m. v.	Ialt	Heraf friaktier, tegningsrettigheder m. v.	Ialt	Heraf friaktier, tegningsrettigheder m. v.
	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.
1936.....	13,65	3,84	14,13	0,25	8,94	0,59
1937.....	10,69	0,90	13,87	—	11,07	2,06
1938.....	13,64	3,84	13,98	—	10,32	0,58
1939.....	10,24	—	33,08	19,10	11,08	1,60
1940.....	9,25	0,22	6,73	—	8,03	0,01
1941.....	8,35	—	6,41	0,65	6,32	0,03
1942.....	9,42	0,11	5,66	0,93	6,48	0,18
1943.....	10,94	1,63	4,73	—	7,59	1,50
1944.....	10,86	1,55	4,48	—	7,51	1,08
1945.....	10,77	1,78	8,30	—	7,12	0,08
1946.....	10,77	1,78	8,60	—	8,42	0,27
1947.....	10,28	0,88	9,73	—	11,07	2,14
1948.....	11,48	2,08	9,28	—	14,50	5,61
1949.....	9,84	2,82	8,76	—	9,18	0,19
1950.....	12,97	2,82	8,90	—	12,17	2,70
1951.....	26,93	16,66	9,10	—	10,70	1,05
1952.....	20,88	10,32	43,84	34,38	13,68	3,12
1953.....	10,91	—	9,57	—	10,89	—
1954.....	10,94	—	9,85	—	12,61	1,67
<i>Gennemsnillig 1936—54:</i>						
I forhold til indbet. kapital ultimo 1935.....	12,25	2,70	12,05	2,90	9,89	1,29
I forhold til kursværdien ultimo 1935.....	7,14	1,56	5,08	1,22	6,07	0,79

Tabel 3 b.

Det gennemsnitlige aktieudbytte (i pct. af indbetalt aktiekapital ultimo 1935) i årene 1936—54, beregnet som dividenden af den med værdien af friaktier og tegningsrettigheder m. v. korrigerede kapital (jfr. tabel 2 b) og vejet med aktiekapitalen ultimo 1935.

	Industri selskaber		Transportselskaber		Banker	
	Heraf friaktier, tegningsrettigheder m. v.		lait	Heraf friaktier, tegningsrettigheder m. v.		lait
	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.
1936.....	8,99		8,31		6,26	
1937.....	9,45	0,02	9,45	0,08	6,82	
1938.....	9,86	0,15	11,45	0,45	7,10	0,03
1939.....	9,86	0,28	10,47	0,33	7,41	0,02
1940.....	8,41	0,15	8,79	0,45	7,45	0,07
1941.....	8,30	0,24	4,70	0,23	6,51	0,05
1942.....	8,79	0,29	3,96	0,23	7,14	0,07
1943.....	7,98	0,23	4,05	0,25	7,14	0,07
1944.....	8,73	0,27	4,48	0,33	7,14	0,07
1945.....	8,46	0,32	6,66	0,29	6,14	0,07
1946.....	8,68	0,30	9,80	0,55	6,17	0,07
1947.....	9,24	0,32	10,77	0,86	7,15	0,09
1948.....	9,73	0,42	10,47	0,88	7,29	0,08
1949.....	10,26	0,77	11,35	1,53	7,55	0,09
1950.....	11,02	0,81	11,56	1,56	7,86	0,06
1951.....	11,50	1,13	12,13	1,82	7,92	0,11
1952.....	11,84	1,24	14,82	2,26	7,92	0,11
1953.....	12,09	1,40	14,66	2,23	9,32	0,12
1954.....	12,39	1,43	14,50	2,27	9,39	0,11
<i>Gennemsnitlig 1936—54:</i>						
I forhold til indbet. kapital ultimo 1935.....	9,77	0,53	9,60	0,86	7,35	0,07
I forhold til kursværdien ultimo 1935.....	6,27	0,34	5,15	0,46	6,02	0,06

Tabel 3 b (fortsat)

	Forsikringsselskaber		Andre under handel og omsætning iøvrigt		Tilsammen	
	Ialt	Heraf friaktier, tegningsrettigheder m. v.	Ialt	Heraf friaktier, tegningsrettigheder m. v.	Ialt	Heraf friaktier, tegningsrettigheder m. v.
	pet.	pet.	pet.	pet.	pet.	pet.
1936	9,81	—	13,88	—	8,35	—
1937	10,18	0,39	13,88	0,01	9,04	0,03
1938	10,64	0,84	13,99	0,01	9,97	0,13
1939	11,02	0,78	13,99	0,01	9,71	0,23
1940	9,70	0,67	8,54	1,81	8,35	0,33
1941	9,06	0,71	7,31	1,55	6,57	0,28
1942	10,05	0,74	5,54	0,81	6,56	0,26
1943	10,06	0,75	5,56	0,83	6,33	0,24
1944	10,22	0,91	5,33	0,85	6,72	0,29
1945	9,99	1,00	9,14	0,84	7,33	0,29
1946	10,16	1,17	9,23	0,63	8,52	0,37
1947	10,74	1,34	11,73	2,00	9,44	0,51
1948	10,81	1,41	11,27	1,99	9,51	0,62
1949	8,63	1,61	10,76	2,00	9,95	0,96
1950	12,04	1,89	10,91	2,01	10,45	0,98
1951	11,89	1,62	11,10	2,00	10,83	1,18
1952	14,18	3,62	11,47	2,01	11,98	1,42
1953	15,13	4,22	15,02	5,45	12,56	1,67
1954	15,54	4,66	15,30	5,45	12,64	1,70
<i>Gennemsnitlig 1936—54:</i>						
I forhold til indbet. kapital ultimo 1935	11,04	1,49	10,73	1,58	9,20	0,60
I forhold til kursværdien ultimo 1935	6,44	0,86	4,53	0,67	5,65	0,37

Regneeksempler til belysning af indeksreguleringens betydning for nedbringelse af gælden på et indeksreguleret kreditforeningslån.

I nedenstående tabeller er givet en oversigt over udviklingen i den årlige ydelse og restgælden for et 60-årigt kreditforeningslån til 4 pct.s rente og med indeksregulering af både rente og hovedstol. I alle tabellerne forudsættes 1 pct.s regulering for hver procents stigning i indeks. I tabel 1 er regnet med $\frac{1}{2}$ pct.s årlig stigning i indeks, i tabel 2 og 3 med henholdsvis 1 og 2 pct.s stigning.

Ved sammenligningen mellem ydelserne for indeksslånet og det normale lån må det tages i betragtning, at et indeksslån antageligt kan opnås med en lavere rentefod.

Tabel 1. Årlig indeks stigning $\frac{1}{2}$ pct.

Oprindeligt lån 10 000 kr. Årlig ydelse kr. 450,96.

Efter år	Gæld	Årlig ydelse
5	10 022,54	462,10
10	9 988,27	473,52
15	9 881,34	485,22
20	9 682,06	497,22
25	9 365,58	509,52
30	8 901,01	522,12
35	8 249,67	535,06
40	7 363,01	548,32
45	6 180,43	561,92
50	4 626,21	575,86
55	2 605,54	590,14
60	0,00	601,82

Summen af afdragene andrager:

For et normalt lån 10 000,00 kr.
For det her beregnede lån . . . 12 266,26 -

Summen af samtlige ydelser andrager:

For et normalt lån 27 057,60 kr.
For det her beregnede lån . . . 31 365,78 -

Tabel 2. Årlig indeksstigning på 1 p et.

Oprindeligt lån 10 000 kr. Årlig ydelse kr. 450,96.

Efter år	Gæld	Årlig ydelse
5	10 274,37	473,46
10	10 496,46	497,10
15	10 645,02	521,94
20	10 692,35	548,06
25	10 602,73	575,50
30	10 329,98	604,34
35	9 814,59	634,66
40	8 979,80	666,54
45	7 726,93	700,02
50	5 929,12	735,22
55	3 423,29	772,20
60	0,00	803,14

Summen af afdragene andrager:

For et, normalt lån 10 000,00 kr.
For det her beregnede lån . . . 15 111,59 -

Summen af samtlige ydelser andrager:

For et normalt lån 27 057,60 kr.
For det her beregnede lån . . . 36 613,00 -

Tabel 3. Årlig indeks stigning 2 p et.

Oprindeligt lån 10 000 kr. Årlig ydelse kr. 450,96.

Efter år	Gæld	Årlig ydelse
5	10 793,18	496,86
10	11 583,30	547,54
15	12 340,41	603,48
20	13 021,21	665,26
25	13 564,04	733,46
30	13 882,40	808,74
35	13 855,76	891,86
40	13 317,41	983,66
45	12 038,00	1 085,00
50	9 703,59	1 196,88
55	5 885,44	1 320,42
60	0,00	1 428,42

Summen af afdragene andrager:

For et normalt lån 10 000,00 kr.
For det her beregnede lån . . 23,198,00 -

Summen af samtlige ydelser andrager:

For et normalt **lån** 27 057,60 kr.
For det her beregnede lån . . 50 892,22 -

Regneeksempler til belysning af mulighederne for tegning af værdifaste sparekontrakter eller forsikringer.

1. Problemerne i forbindelse med værdifaste sparekontrakter eller forsikringer belyses i det følgende på grundlag af en sparekontrakt af nedenstående indhold:

Spareren indbetaler hvert år gennem en årrække et i kontrakten stipuleret (evt. varierende, jfr. senere) beløb til institutionen, som til gengæld forpligter sig til ved periodens udløb at betale ham et i kontrakten fastsat indeksreguleret beløb. Hvis spareren dør forinden, overtages kontrakten og pligten til præmiebetaling af arvingerne. En helt udtømmende redegørelse for problemerne i forbindelse med værdifaste forsikringer ville forudsætte en aktuarmæssig beregning med hensyntagen til dødeligheden. Principperne kan dog illustreres ved hjælp af en sparekontrakt af ovennævnte beskaffenhed.

Hoved forudsætning:

Institutionen anbringer midlerne i værdifaste obligationer, som reguleres efter samme indeks som det opsavede beløb.

Pengene tænkes anbragt i faste lån. Det forudsættes, at institutionen gennem hele perioden kan købe papirer, som forfalder ved periodens udløb, og at de kan købes til pari til fast nominel rente.

Obligationerne forudsættes fra købsdagen reguleret efter indeks alternativt efter en af følgende tre metoder:

1. Renten alene reguleres.
2. Hovedstolen alene reguleres.
3. Både renten og hovedstolen reguleres.

Problemerne skal først behandles under forudsætning af, at præmien een gang for alle er fastsat til 100 kr. om året. Derefter ændres forudsætningen til, at der indbetales 100 kr. om året, reguleret efter indeks fra tegningsåret.

2. *Den årlige præmie fastsættes een gang for alle til 100 kr.*

Ser man bort fra omkostninger og avance, kan institutionen *for en tiårig kontrakt* tilbyde at udbetale følgende beløb, hvis der ses bort fra pristalsregulering:

Hvis der regnes med en rente:

på 2 pct. om året	1 095 kr.
- 3 - - - -	1 146 -
- 4 - - - -	1 201 -

Regner man med, at priserne i løbet af tiårsperioden stiger med 100 pct., og at stigningen sker med 10 points om året, vil institutionen efter 10 års forløb råde over følgende dækningsbeløb, hvis pengene er anbragt i værdifaste obligationer:

	1. regu- lering af renten alene	2. regu- lering af hoved- stolen alene	3. regu- lering af både rente og hoved- stol
Årlig rente 2 pct.	1126	1433	1480
3 -	1194	1487	1558
4 -	1267	1542	1641

Selv om man går ud fra en jævn stigning i reguleringsindekset, kan selskabet herefter kun tilbyde følgende procentvise regulering af sparebeløbet ved en stigning i indeks på 100 pct.:

	1. regu- lering af renten alene	2. regu- lering af hoved- stolen alene	3. regu- lering af både rente og hoved- stol
Årlig rente 2 pct.	3 pct.	31 pct.	35 pct.
3 -	4 -	30 -	36 -
4 -	5 -	28 -	37 -

De anførte reguleringssatser ligger dog antagelig i overkanten af, hvad selskabet kan tilbyde. De er som nævnt beregnet under forudsætning af, at prisudviklingen er jævn. Tabellen viser, at nian i hvert fald må se bort fra regulering af rente eller hovedstol alene, hvorfor der er set bort fra disse alternativer i de følgende beregninger.

Hvis prisstigningen hovedsageligt sker i den første del af perioden, vil dækningsbeløbet blive mindre end beregnet ovenfor, medens det vil blive større, hvis prisstigningen falder i periodens sidste del. Som yderpunkter kan nævnes, at hvis prisstigningen indtræder umiddelbart efter tegningen, vil institutionen overhovedet ikke få nogen dækning for prisstigningen, og anses denne eventualitet for mulig, kan den overhovedet ikke tilbyde nogen regulering. Hvis man omvendt kunne regne med, at prisstigningen først indtrådte i det sidste år, kontrakten løber, kunne man tilbyde fuld regulering af tilbagebetalingsbeløbet. Hvis både hovedstol og rente reguleres, og næsten fuld dækning, hvis kun hovedstolen reguleres. Institutionen må imidlertid indrette sin forpligtelse efter et temmelig ugunstigt alternativ, idet de store tals lov for udligning af chance og risiko ikke gælder i denne sammenhæng. Institutionen kan derfor næppe garantere mere end almindelig forrentning af midlerne. En eventuel regulering må ske i form af bonusudbetaling.

I almindelighed regnes der med en længere kontraktperiode end 10 år, men denne periode er valgt til en første belysning af problemerne for ikke at gøre beregningerne for omfattende. Til belysning af, hvad en forlængelse af perioden betyder, er beregnet virkningerne ved en 30-årig kontrakt under forudsætning af, at indekset *stiger jævnt* med 100 pct. i løbet af perioden, og at regulering sker både for rente og hovedstol (alternativ a). Endvidere under forudsætning af, at indeks

	alternativ b	alternativ c
de første 10 år er	100	140
- næste 10 - -	130	170
- sidste 10 - -	160	200
ved udbetalingen er	200	200

Beregningen giver følgende resultat:

Kapitalen efter 30 år:

	Med indeksregulering		
	alternativ a	alternativ b	alternativ c
Rente 2 pct.	4057	5747	6679
— 3	4757	6842	7947
— 4 -	5608	8197	9497
			7058

Tabellen illustrerer, at dækningsbeløbet bliver desto mindre, jo før prisstigningen indtræder.

De tre alternativer kan give følgende procentvise forhøjelse ved en stigning i indeks på 100:

	alternativ a	alternativ b	alternativ c
Kente 2 pct.	42 pct.	65 pct.	23 pct.
— 3 -	44 -	67 -	25 -
— 4 -	46 -	69 -	26

En stigning som alternativ c kan vel ikke anses for den ugunstigste eventualitet, institutionen må regne med. Den kan derfor næppe love så meget som 25 pct. kompensations. En eventuel rest må reguleres over bonus.

Man kan måske gå ud fra, at institutionen kan benytte grundlag ved beregningen af den værdifaste opsparing, som er baseret på lavere rente end ved normale forsikringer. Man kan dog næppe regne med, at sparerer vil gå med til en lavere rente end 2—3 pct., hvis renten for normale lån er 4 pct.

Selskabets muligheder for at dække forpligtelserne, hvis priserne i løbet af 30 år stiger med 100 pct., og hvis kontrakten er baseret på 2 pct.s rente, fremgår af nedenstående oversigt:

Institutionens forpligtelse	Uvis indeks ikke steget	Hvis indeks er steget med 100 pct.		
		alternativ a	alternativ b	alternativ c
forpligtelse	4 057	8 114	8 114	8 114
<i>Dækningsbeløb:</i>				
Dækning i normale 4 pct. obligationer.	5 608	5 608	5 608	5 608
Dækn. i 2 pct. indeksslån.	4 057	5 747	6 679	4 997
Dækn. i 3 pct. indeksslån.	4 757	6 842	7 947	5 925
Dækn. i 4 pct. indeksslån.	5 608	8 197	9 497	7 058

Oversigten viser, at hvis institutionen kan få indeksregulerede obligationer med en væsentligt højere rentefod end den ved præmieberegningen benyttede, kan den stort set dække sig ind mod prisstigninger op til de nævnte 100 pct., selv om denne prisstigning falder tidsmæssigt uheldigt. Hvis prisstigningen bliver væsentligt stærkere, kan institutionen derimod komme i van-

skeligheder, hvis prisopgangen falder tidligt i perioden.

Til nærmere belysning af de praktiske muligheder for at gennemføre en opsparings- eller forsikringsordning på det her skitserede grundlag er foretaget beregninger for perioden 1916—53. Først er beregnet, hvilke forpligtelser institutionen ville have i 1953, hvis den i hvert af årene fra 1916 til 1953 havde indgået en kontrakt med et indhold som beskrevet ovenfor, beregnet efter en effektiv rente på henholdsvis 0,1, 2, 3 og 4 pct. Derefter er beregnet, hvor stort beløb institutionen i 1953 ville have til dækning af forpligtelserne, hvis den havde anbragt præmiebeløbene i 4 pct.s faste indeksslån med regulering af både rente og hovedstol. På grundlag heraf er beregnet for de enkelte tegningsår, hvor mange procent forpligtelsen ville udgøre af dækningsbeløbet (eks.: Hvis man i 1916 havde oprettet en sådan kontrakt, baseret på 3 pct.s rente, skulle der i 1953 udbetales 18 600 kr., medens selskabet gennem præmierne med tilskrivning af renter og regulering efter pristal ville råde over 16 250 kr. Forpligtelsen ville således udgøre 114 pct. af dækningsbeløbet). Procenterne for de 38 tegningsår viser følgende fordeling:

Forpligtelsen i pct. af dækningsbeløbet:	Kontrakten baseret på renten:				
	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.
under 50 pct.	3	1	0	0	0
50—75	11	10	8	2	0
76—100	18	14	13	11	7
101—125	6	13	16	20	19
126—150	0	0	1	5	12
	38	38	38	38	38

For at belyse, hvor meget en udjævning mellem kontrakter oprettet på forskelligt tidspunkt kan betyde, er foretaget følgende beregning: Det forudsættes, at der i hvert af årene fra 1916 til 1953 oprettes en kontrakt af nævnte indhold. Alle forsikringer kommer til udbetaling i 1953. Summen af selskabets aktiver og dets forpligtelser i 1953 beregnes. Man når derved til følgende resultat:

Aktiver, hvis det værdifaste lån forrentes med 2 pct. . . .	160 000 kr.
Aktiver, hvis det værdifaste lån forrentes med 4 pct. . . .	222 000 -

Forpligtelser: Grundlag baseret på

0 pct	145 000 kr.
1 -	165 000 -
2 -	189 000 -
3 -	218 000 -
4 -	254 000 -

Kår hensyn tages til, at prisudviklingen meget vel kan være en del ugunstigere end i den betragtede periode, synes det udelukket at basere en værdifast opsparing af denne karakter på værdifast placering af midlerne til 2 pct. Hvis midlerne kan anbringes til 4 pct., kan man næppe basere sit grundlag på højere rentefod end 2 pct., og selv det er forbundet med en betydelig risiko.

De enkelte sparere vil, alt efter tegningsåret, blive stillet vidt forskelligt med hensyn til, hvad de får udbetalt, sammenlignet med, hvad de ville få ud af en ikke-indeksreguleret kontrakt, baseret på 4 pct. rente. Hvis man regner med 0 pct. rente i grundlaget, ville man for 9 af de 38 tegningsår få mindre end ved en „almindelig“ kontrakt, mens man for 6 af tegningsårene ville få 50—75 pct. mere, og der er ikke nogen stærk sammenhæng mellem de nævnte procenter og stigningen i indeks fra tegningsåret til 1953:

Indeks i 1953 med tegningsåret = 100	Udbetalt beløb i pct. af udbetaling ved en ordinær sparekontrakt:			
	50-75	75-100	100-125	125-150 150-175
100—125.		2	3	
125—150.	1	-	8	
150—175.	-	1	1	
175—200.	-	4	-	1
200—225.	-	1	3	4 3
225—250.	-	-	1	1 3
250—275.	-	-	1	

Denne kontraktform synes altså ikke velegnet, og udsigterne ville være endnu ugunstigere, såfremt man indregner en dødsrisiko.

3. Den årlige præmie fastsættes til 100 kr., men reguleres efter indeks fra tegningsåret.

Denne spareform frembyder lignende vanskeligheder som den foran omtalte, hvis alene renten eller hovedstolen reguleres. Hvis både renten og hovedstolen reguleres, rejser sig ingen principielle vanskeligheder, hvis institutionen kan få garanti for, at den til stadighed kan købe obligationer efter

behov til en kurs, som ikke påvirkes af prisforventningerne, og at den kan få sine værdifaste obligationer indfriet med pristalsreguleret beløb, hvis opfyldelse af kontrakterne kræver det. Dette indebærer, at staten ikke kan begrænse sin risiko ved at begrænse udstedelsen af obligationer, men alene ved at begrænse nyttegning af indeksregulerede sparekontrakter.

Såfremt der indbetales 100 kr. om året pristalsreguleret på en trediveårig kontrakt, kan spareinstitutionen efter de 30 år tilbyde at udbetale følgende beløb:

Hvis indeks (med teg- ningsåret 100) er:	Uvis staten forrenter det værdifaste lån med:				
	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.
100 ...	3 000	3 478	4 057	4 757	5 608
150 ...	4 500	5 217	6 086	7 136	8 412
200 ...	6 000	6 956	8 114	9 514	11 216
250 ...	7 500	8 695	10 143	11 893	14 020
300 ...	9 000	10 434	12 171	14 271	16 824

Denne tabel kan give en vis **vejledning** med hensyn til, hvilken rentenedsættelse sparereren kan gå med til. Hvis han, som foran omtalt, regner med en fordobling af priserne over tredive år, skulle han opnå omtrent samme udbetalte sum ved en værdifast kontrakt, baseret på 0 pct. rente som ved

en normal kontrakt baseret på 4 pct. Men samtidig har han indbetalt en højere præmie, medmindre hele prisstigningen kommer i det sidste kontraktår. Regner han med en jævn prisstigning, betaler han i gennemsnit 50 pct. mere i præmie, og han vil derfor næppe tegne en værdifast kontrakt, medmindre den ved en fordobling af priserne giver mindst 1,5 gange, hvad en normal kontrakt med samme grundpræmie ville give, d. v. s. ca. 8 400 kr. Ifølge tabellen må det betinge en rente på ca. 2 pct. Sandsynligvis vil sparereren herudover betinge sig en vis risikopræmie.

Den merydelse, sparereren får i forhold til en normal kontrakt med fast årlig præmie, betales dels af ham selv i form af pristalsreguleringen på præmien, dels af den endelige låntager (staten) i form af pristalsregulering af de indbetalte præmier og renten derpå. Forholdet mellem sparerens og statens andel afhænger af tempoet i prisstigningen. Jo senere i perioden prisstigningen indtræder, desto mere vil staten forholdsvis komme til at betale. Som eksempel er beregnet, hvordan den udbetalte sum ville være tilvejebragt for en kontrakt, tegnet i 1916 med 100 kr. (pristalsreguleret) i årlig præmie og med pristalsreguleret udbetaling i 1953 (da indeks med 1916 = 100 var 269):

	Grund- præmien	Yderligere indbetaling ifølge indeks- regulering	4 pct for- rentning af indbetalte præmier	Statens nettotilskud	Udbetaling i 1953
Grundlaget baseret på 2 pct. rente	3 800	2 413	6 744	2 137	15 094
Grundlaget baseret på 3 pct. rente	3 800	2 413	6 744	5 647	18 604

Statens nettotilskud er beregnet som en rest og viser, hvad pristalsreguleringen koster staten med fradrag af, hvad den sparer

som følge af den lavere rente på de indeksregulerede papirer.

